

**SVEUČILIŠTE U SPLITU
EKONOMSKI FAKULTET**

ZAVRŠNI RAD

**USPOREDBA ULAGANJA RIZIČNOG
KAPITALA U HRVATSKOJ I IZRAELU**

Mentor:

doc. dr. sc. Marija Šimić Šarić

Student:

Dragan Tomić

Split, rujan, 2019.

SADRŽAJ

1. UVOD	2
1.1. Definicija problema i predmeta istraživanja	2
1.2. Cilj rada.....	2
1.3. Metode rada	2
1.4. Doprinos istraživanja	3
1.5. Struktura rada	3
2. POJMOVNO ODREĐENJE RIZIČNOG KAPITALA	4
2.1. Povijesni razvoj rizičnog kapitala	4
2.2. Pojmovno određenje rizičnog kapitala	7
2.3. Vrste rizičnog kapitala	9
2.4. Rizični kapital nasuprot ostalim metodama financiranja	14
3. RIZIČNI KAPITAL U HRVATSKOJ I IZRAELU	16
3.1. Razvoj rizičnog kapitala u Hrvatskoj	16
3.2. Razvoj rizičnog kapitala u Izraelu	21
4. ANALIZA ULAGANJA RIZIČNOG KAPITALA U HRVATSKOJ I IZRAELU	28
5. ZAKLJUČAK	38
LITERATURA	39
POPIS TABLICA, SLIKA, GRAFOVA	42
SAŽETAK.....	45
SUMMARY.....	45

1. UVOD

1.1. Definicija problema i predmeta istraživanja

Predmet istraživanja je razvijenost i opseg ulaganja rizičnog kapitala u dvije zemlje, Hrvatskoj i Izraelu. Između dvije zemlje postoje mnoge sličnosti, geografski položaj na Mediteranu, veličina zemalja u svjetskim okvirima te relativno mali broj stanovnika i velika iseljenost stanovništva. Problem istraživanja je razvijenost ulaganja rizičnog kapitala u Hrvatskoj, u odnosu na jednu od najuspješnijih zemalja u svijetu u privlačenju rizičnog kapitala, Izrael.

Rizični kapital predstavlja jedan od ključnih puteva ulaganja u nove poslove i gospodarstva zemalja, za razvoj i rast ekonomije. Predmet istraživanja je put kojim su obje države razvijale područje ulaganja rizičnog kapitala, kojim je mjerama državna vlast utjecala na razvoj rizičnog kapitala te pokazatelj kako su te intervencije utjecale na rezultate i gospodarski uspjeh navedenih država.

1.2. Cilj rada

Cilj ovog rada je definirati i objasniti rizični kapital, analizirati razvoj rizičnog kapitala u Hrvatskoj i Izraelu te dati pregled veličine i usporediti ulaganja rizičnog kapitala u tim državama.

1.3. Metode rada

U ovom radu koristit će se metode indukcije, dedukcije, analize, deskripcije, sinteze, kompilacije i komparacije. Metodom indukcije se na temelju analize pojedinačnih činjenica dolazi do općih zaključaka. Deduktivna metoda je sustavna primjena deduktivnog načina zaključivanja u kojemu se iz općih sudova izvode posebni i pojedinačni zaključci. Metoda analize je postupak znanstvenog istraživanja raščlanjivanjem složenih pojmova, sudova i zaključaka na njihove jednostavnije sastavne dijelove i elemente. Metoda deskripcije je postupak jednostavnog opisivanja ili očitavanja činjenica, procesa i predmeta u prirodi i društvu te njihovih empirijskih potvrđivanja odnosa i veza, ali bez znanstvenog tumačenja i objašnjavanja. Metoda sinteze je postupak znanstvenog istraživanja i objašnjavanja stvarnosti

putem sinteze jednostavnih sudova u složenije. Metoda kompilacije je postupak preuzimanja tuđih rezultata znanstvenoistraživačkog rada, odnosno tuđih opažanja, stavova, zaključaka i spoznaja. Metoda komparacije je sistematski postupak kojim se proučavaju odnosi, sličnosti i razlike između dva predmeta ili pojave s ciljem da se izvedu zaključci.¹

1.4. Doprinos istraživanja

Ovo istraživanje pridonijeti će uvidu u razvoj i zastupljenost ulaganja rizičnog kapitala u Hrvatsku i Izrael. Podacima koji su prikupljeni prikazati će se vrijednosti ulaganja i dati usporedba između prikupljenih vrijednosti za dvije zemlje. Također, analiza podataka iz VCPE indeksa usporediti će vrijednosti koje utječu na atraktivnost ulaganja u Hrvatsku i Izrael.

1.5. Struktura rada

Završni rad je podijeljen u pet poglavlja. Prvo poglavlje je uvod gdje su definirani problem i predmet samog istraživanja, određeni su ciljevi rada, metode koje se koriste za izradu rada te struktura rada. U drugom poglavlju je opisan povijesni razvoj rizičnog kapitala, pojmovno određenje rizičnog kapitala, vrste rizičnog kapitala te rizični kapital u odnosu na ostale vrste financiranja. U trećem poglavlju govori se o razvoju rizičnog kapitala u Hrvatskoj i razvoju rizičnog kapitala u Izraelu. U četvrtom poglavlju daje se analiza ulaganja rizičnog kapitala u dvije države. Analizira se ulaganje rizičnog kapitala po godinama, uspoređuju se ulaganja između Hrvatske i Izraela putem tablica i grafova. U petom poglavlju daje se zaključak, u kojem se daje mišljenje o predmetu rada. Na kraju se nalazi popis literature, slika, tablica i grafova.

¹ Sveučilište u Zadru (2016), Metode znanstvenih istraživanja, [Internet], raspoloživo na http://www.unizd.hr/portals/4/nastavni_mat/1_godina/metodologija/metode_znanstvenih_istrzivanja.pdf, [04.09.2019.].

2. POJMOVNO ODREĐENJE RIZIČNOG KAPITALA

2.1. Povijesni razvoj rizičnog kapitala

Razvoj rizičnog kapitala kakvog danas poznajemo, odnosno private equity i venture capital-a započeo je sredinom dvadesetog stoljeća. Do tada, financiranje tvrtki ili poduzetničkih poduhvata bilo je u najvećem dijelu rezervirano za kreditiranje od strane tradicionalnih financijskih institucija.

Početkom dvadesetog stoljeća, investicije rizičnog kapitala (engl. Venture capital) bile su rezervirane za najbogatije, uključujući plemićke obitelji i obitelji kao što su Vanderbilt i Rockefeller. Prve dvije kompanije koje su nalikovale na kompanije rizičnog kapitala danas su otvorene u četrdesetim godinama 20. stoljeća u SAD-u: American Research And Development Corporation (ARDC) i J.H. Witney & Company.²

Georges Doriot, po mnogima jedan od „očeva rizičnog kapitala“ osnovao je American Research And Development Corporation da potakne investicije u tvrtke koje su osnovali američki vojnici nakon povratka iz Drugog svjetskog rata. ARDC je 1957. godine uložio 70.000 američkih dolara u 70% vlasništva u startup Digital Equipment Corporation. Ta investicija se smatra prvim modernim „home run-om“ rizičnog kapitala, odnosno iznimno uspješnom investicijom, jer joj je vrijednost samo 11 godina poslije pri izlasku na burzu porasla na 35.5 milijuna američkih dolara.³

Izglasavanje Small Business Investment Act-a 1958. godine bio je snažan odgovor u hladnoratovskoj utrci nakon lansiranja sovjetske svemirske letjelice Sputnik, koji je donio veliki poticaj rastu private equity kapitala. Novim programom, koji je doveo je do posuđivanja državnog novca novonastalim malim poduzetničkim tvrtkama, omogućeno je osnivanje Small Business Investment Companies (SBIC).⁴

² Medium (2018): A Super Fast Overview and History of Tech VC, [Internet], raspoloživo na <https://medium.com/@neildevani/a-super-fast-overview-and-history-of-tech-vc-9dd159e712fb>, [04.09.2019.].

³ Ibid

⁴ Salon (2016): A Brief History of the World (of Venture Capital), [Internet], raspoloživo na: <https://salon.thefamily.co/a-brief-history-of-the-world-of-venture-capital-65a8610e7dc2>, [04.09.2019.].

Iako SBIC nije doveo do željenih rezultata, pomogao je mladim menadžment timovima da započnu svoje poslove i ostvare značajan napredak u metodologiji procjenjivanja rizika u području novih tehnologija. U tom razdoblju je mnogo budućih financijskih stručnjaka iz područja rizičnog kapitala započelo svoj poslovni put. Također, postavljeni su temelji za buduće odnose između ograničenih (limited) i općih (managing) partnera.⁵

Tijekom šezdesetih i sedamdesetih godina, venture capital tvrtke usmjerile su svoje investicijske aktivnosti primarno na pokretanja i proširenja poduzeća. Najčešće su te tvrtke iskorištavale tehnološki napredak u elektronici, medicini i tehnologiji obrade podataka. Kao rezultat tih aktivnosti, rizični kapital je postao gotovo sinonim za financiranje tehnologija.⁶

Ministarstvo rada u SAD-u 1978. godine, nakon temeljitih konzultacija s novoosnovanim National Venture Capital Association (NVCA), odlučilo je olakšati ulaganja mirovinskih fondova na način da su novim zakonom olabavili primjenu prudent man rule-a, strogog pravila o ograničenim i razboritim ulaganjima sredstava mirovinskih fondova. Nakon toga, veliki dio menadžera mirovinskih fondova je odlučilo ulagati svoja sredstva u rizični kapital.⁷

Promjena u 1979. godini dopustila je menadžerima mirovinskih fondova da ulažu do 10% vrijednosti fondova u rizični kapital. Promjena je značila da od pojedinačnih vrijednosti od 100 do 200 američkih dolara u sedamdesetim godinama ukupan iznos mirovinskih fondova u rizičnom kapitalu dođe do 4 milijarde američkih dolara krajem osamdesetih godina.⁸

Mnoge uspješne tvrtke su primile značajna sredstva za tehnološki razvoj i povećanje radnih mjesta. Međutim, rast rizičnog kapitala imao je i određene negativne utjecaje, u nekim industrijama se dogodilo preveliko investiranje sredstava. Tvrtke koje su financirane od strane neiskusnih menadžera rizičnog kapitala, prerano su izlazile na tržišta.⁹

⁵ Ibid

⁶ Wikipedia (2019): History of private equity and venture capital, [Internet], raspoloživo na https://en.wikipedia.org/wiki/History_of_private_equity_and_venture_capital, [04.09.2019.].

⁷ Salon (2016): A Brief History of the World (of Venture Capital), [Internet], raspoloživo na: <https://salon.thefamily.co/a-brief-history-of-the-world-of-venture-capital-65a8610e7dc2>, [04.09.2019.].

⁸ Gompers P.A. (1994): The Rise and Fall of Venture Capital, University of Chicago, [Internet], raspoloživo na <http://thebhc.org/sites/default/files/beh/BEHprint/v023n2/p0001-p0026.pdf>, [04.09.2019.].

⁹ Ibid

Između 1972. i 1992. godine u SAD-u su fondovi rizičnog kapitala izveli 962 tvrtke na javno tržište. Sve te tvrtke su bile izvor inovacija i kreiranja radnih mjesta, iz raznih industrija i različite veličine.¹⁰

Razvojem osobnih računala na način da su pronašla put do kućanstava i pojedinačnih korisnika (posebno s lansiranjem na tržište Apple II računala), rizični kapital započeo je streloviti uspon u godinama koje su dolazile. U devedesetim godinama 20. stoljeća razvojem interneta započelo je novo razdoblje u povijesti za rizični kapital.¹¹

Rizični kapital odigrao je važnu ulogu u razvoju mnogih tehnoloških kompanija u osamdesetim godinama 20. stoljeća. Neka od najznačajnijih ulaganja rizičnog kapitala su bila u tvrtkama: Tandem Computers, Genentech, Apple Inc., Electronic Arts, Compaq, Federal Express and LSI Corporation.¹² Apple Inc je, s početnim ulaganjima rizičnog kapitala, tridesetak godina kasnije postao najvrjednija tvrtka na svijetu.

Kao rezultat ovih faktora, mnogi investitori su ulagali u tzv. Dot-com tvrtke, posebno u one koje su u nazivu imale jedan od prefiksa povezanih s internetom ili sufiks „.com“. Bilo je jednostavno dobiti investiciju rizičnog kapitala. Investicijske banke, koje su profitirale na izlascima takvih tvrtki na burzu, poticale su nagađanja oko poslovnih rezultata i investicije u takve tvrtke. Kombinacija brzorastućih cijena dionica u tehnološkom sektoru i uvjerenost u rast vrijednosti takvih tvrtki je utjecala na to da su zanemarivana tradicionalna mjerenja vrijednosti samih tvrtki.¹³ Sve to dovelo je do pucanja „dot-com balona“ u ožujku 2000. godine pa tako i industrija rizičnog kapitala vezanog uz tehnološke kompanije doživljava ozbiljan kolaps.

Kolaps koji je nastao uzrokovao je pad NASDAQ indeksa (burza dionica u SAD-u koja je posebno usredotočena na tehnološke kompanije), koji je rastao svih prethodnih godina. Čak su i dionice velikih kompanija kao Cisco, Intel i Oracle doživjele pad vrijednosti, više od 80%.

¹⁰ Gompers P.A. (1994): The Rise and Fall of Venture Capital, University of Chicago, [Internet], raspoloživo na <http://thebhc.org/sites/default/files/beh/BEHprint/v023n2/p0001-p0026.pdf>, [04.09.2019.].

¹¹ Salon (2016): A Brief History of the World (of Venture Capital), [Internet], raspoloživo na: <https://salon.thefamily.co/a-brief-history-of-the-world-of-venture-capital-65a8610e7dc2>, [04.09.2019.].

¹² Wikipedia (2019): History of private equity and venture capital, [Internet], raspoloživo na https://en.wikipedia.org/wiki/History_of_private_equity_and_venture_capital, [04.09.2019.].

¹³ Wikipedia (2019): Dot-com bubble, [Internet], raspoloživo na: https://en.wikipedia.org/wiki/Dot-com_bubble, [04.09.2019.].

Bilo je potrebno 15 godina nakon toga, točnije u travnju 2015. godine, da bi vrijednosti došle na jednaku razinu.¹⁴

Industrija rizičnog kapitala se mijenja, raste broj društava i fondova rizičnog kapitala pa tako rastu i iznosi koji se investiraju. Danas menadžeri u društvima za upravljanje rizičnim kapitalom ne sjede samo za konferencijskim stolovima i raspravljaju u koje će tvrtke ulagati sredstva. To su danas visoko organizirana društva sa stručnjacima iz područja ljudskih resursa, marketinga, financija, pravnih poslova, tehničkih poslova i odnosa s investitorima, za što bolju potporu investicijama. Industrija rizičnog kapitala je visoko fragmentirana, s više od 200 društava za ulaganje rizičnog kapitala samo u Silicijskoj dolini u Kaliforniji. Stotine tvrtki potpomognute rizičnim kapitalom nastaje u gradovima i državama koje su nekoć smatrane „pustinjama“ za tehnološke inovacije, u svim područjima svijeta.¹⁵

2.2. Pojmovno određenje rizičnog kapitala

Za pojmove private equity i venture capital postoje različita objašnjenja. Ne postoji jedinstvena definicija pojma rizični kapital, pa se u svakoj državi pojam tumači na svoj način. Pojmovi private equity i venture capital često se koriste kao sinonimi, iako je private equity širi pojam od venture capital-a.

Rizični kapital je vrsta ulaganja financijskih ulagatelja u temeljni kapital društava koja ne kotiraju na burzi i imaju potencijal ostvariti visoke stope rasta tijekom razdoblja od 3 – 7 godina. To su ulaganja koja transformiraju, stvaraju novu vrijednost i podrazumijevaju aktivnu ulagačku strategiju društava za upravljanje fondovima rizičnog kapitala.¹⁶

Private equity je vrsta investicije u privatne tvrtke koje nisu izlistane na tržištima kapitala. To je vrsta srednjoročne ili dugoročne investicije koju karakterizira aktivno vlasništvo nad

¹⁴ Investopedia (2019): Dotcom bubble, [Internet], raspoloživo na: <https://www.investopedia.com/terms/d/dotcom-bubble.asp>, [04.09.2019.].

¹⁵ Techcrunch (2019): The changing nature of venture capital, [Internet], raspoloživo na: <https://techcrunch.com/2019/06/25/1828292/>, [05.09.2019]

¹⁶ Zicer (2018): Rizični kapital, [Internet], raspoloživo na: <https://www.zicer.hr/Poduzetnicki-pojmovnik/Rizicni-kapital>, [04.09.2019.].

tvrtkom. Private equity pomaže u boljem vođenju poslova, pojačava menadžersko vođenje te pomaže tvrtkama pri izlasku na nova tržišta.¹⁷

Venture capital je vrsta private equity investicije koja se fokusira na start-up tvrtke. Venture capital pomaže poduzetnicima sa inovativnim idejama za proizvod ili uslugu kojoj je potrebna investicija te stručnu pomoć za rast njihovih tvrtki.¹⁸

Private equity i venture capital fondovi po hrvatskom zakonodavstvu nazivaju se otvoreni investicijski fondovi rizičnog kapitala s privatnom ponudom. Iako sami fondovi nemaju pravnu osobnost (njima upravljaju društva za upravljanje) obično se upravo njih ističe kao „igrače“ koji upravljaju znatnom količinom kapitala. Ulažu u perspektivna poduzeća sa visokim potencijalom rasta na srednji i dugi rok (prosječno 5 godina) te sa jasno definiranom izlaznom strategijom.¹⁹

Ulagače rizičnog kapitala karakteriziraju sljedeće točke²⁰:

- ulaganje uglavnom u mlada, tehnološki usmjerena poduzeća
- takve tvrtke obično ne mogu dobiti uobičajeni zajam za financiranje
- sredstva se u osnovi stavljaju na raspolaganje bez vremenskog ograničenja, s time da cilj ploda kapitala nije u dividendi ili kamatama već dobitak pri prodaji udjela u tvrtki
- sudjelovanje je povezano s vrlo visokim rizikom, što može dovesti do potpunog gubitka glavnice. Istovremeno je moguća visoka isplativost ulaganja
- neiskusnim poduzetnicima se nudi i menadžerski know-how za pomoć kako bi ulaganja bila što više uspješna. Dakle ulagač može aktivno intervenirati u poduzetničkim aktivnostima
- zauzvrat investitori često redovito dobivaju informacije.

¹⁷ Invest Europe (2019): About Private Equity, [Internet], raspoloživo na <https://www.investeurope.eu/about-private-equity/private-equity-explained/>, [04.09.2019.].

¹⁸ Ibid

¹⁹ CVCA (2019): Riječnik ključnih riječi, [Internet], raspoloživo na: <http://www.cvca.hr/zasto-pe-i-venture-capital/rjecnik-termina/>, [04.09.2019.].

²⁰ Zicer (2018): Rizični kapital, [Internet], raspoloživo na: <https://www.zicer.hr/Poduzetnicki-pojmovnik/Rizicni-kapital>, [04.09.2019.].

2.3. Vrste rizičnog kapitala

Osnovne vrste rizičnog kapitala su: neformalni rizični kapital te formalni rizični kapital u širem smislu. Formalni rizični kapital u širem smislu možemo nadalje podijeliti na formalni rizični kapital (eng. venture capital) i privatni vlasnički kapital (eng. private equity).²¹

Osnovne karakteristike formalnog rizičnog kapitala su sljedeće:²²

- područje i visina ulaganja određuju se prilikom formiranja samog fonda;
- tvrtka rizičnog kapitala uobičajeno dobiva proviziju od sklopljenih poslova i prinosa na sredstva fonda;
- česta je specijalizacija ulaganja u određeni industrijski sektor;
- visoki kriteriji se primjenjuju prilikom selekcije poduzeća za portfelj;
- ulaže se većinom u projekte poduzeća koja imaju velik potencijal rasta i koji imaju kvalitetan menadžment;
- financijska sredstva fonda i preuzeti rizik se mijenja za udjel u vlasništvu poduzeća nakon procesa evaluacije investicije te potpisivanja investicijskog ugovora;
- mora biti osigurana mogućnost kvalitetnog izlaska iz ulaganja nakon određenog vremena.

Neformalni rizični kapital predstavljaju poslovni anđeli (eng. business angels), fizičke osobe koje ulažu znatne iznose novca izravno u nova, perspektivna propulzivna poduzeća. Osim kapitala ulažu znanje i iskustvo te su aktivne u upravljanju poduzećem.²³

Poslovni anđeli općenit je naziv za vrstu ulagača koji ulažu prvenstveno u poslovne projekte u njihovoj najranijoj fazi, tzv. seed kapital. U pravilu, anđeli su individualni ulagači (iako ponekad udružuju snage zajednički ulažući u tzv. syndication deal), najčešće s vlastitim poduzetničkim ili menadžerskim iskustvom, te njihovo ulaganje obično pored novca uključuje i veliku količinu praktičnih savjeta i smjernica poduzetniku.²⁴

²¹ Pelajić, Z. (2012): Financiranje malih i srednjih poduzeća u Republici Hrvatskoj fondovima rizičnog kapitala, Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet, Zagreb, [Internet], raspoloživo na: <https://documents.tips/download/link/magistarskiradzrinski-pelajic>, [04.09.2019.].

²² Ibid

²³ CVCA (2019): Riječnik ključnih riječi, [Internet], raspoloživo na: <http://www.cvca.hr/zasto-pe-i-venture-capital/rjecnik-termina/>, [04.09.2019.].

²⁴ CRANE (2019): Pitanja i odgovori, [Internet], raspoloživo na: <http://crane.hr/pitanja-i-odgovori/>, [04.09.2019.].

Najčešći oblik ulaganja poslovnih anđela je tzv. equity deal, odnosno u zamjenu za ulaganje poslovni anđeo dobiva nekakav (najčešće manjinski) udio u vlasništvu tvrtke. To znači da ulagač zajedno s poduzetnikom dijeli rizik projekta. On često sudjeluje i u vođenju te operativnom radu firme, u pravilu bez ikakve naknade, kao “besplatni djelatnik”. Ponekad se ulaganje oblikuje kao “konvertibilni zajam”. Konvertibilni zajam znači da poslovni anđeo daje zajam, a ukoliko se ispune određeni uvjeti on se ne mora vraćati već se pretvara u vlasnički udio. Osim financijskog uloga postoji i ulaganje vlastitog rada i znanja, u pravilu kad je riječ o tvrtkama i projektima u sasvim ranoj fazi, kad poduzetnik ne posjeduje ništa osim ideje. Poslovni anđeo tada bez financijske naknade pomaže poduzetniku izraditi poslovni plan i strategiju, razraditi proizvod, organizirati izradu prototipa i tome slično, a za uzvrat preuzimaju udio u vlasništvu tvrtke.²⁵

Private equity i venture capital fondovi načelno se razlikuju prema trenutku “ulaska” u portfeljno društvo, odnosno ulaze li u trenutku osnivanja ili pri ekspanziji. Za venture capital fondove je karakteristično da ulažu u portfeljna društva koja su osnovana (eng. start-up) ili će se tek osnovati (eng. seed), odnosno koja se nalaze u početnim fazama poslovanja (eng. early stage growth) kada je poduzetnicima teško doći do kapitala tradicionalnim izvorima financiranja zbog visokih rizika povezanih s takvim financiranjem/ulaganjem.²⁶

Financiranje razvoja poduzeća se može prikazati prema fazama razvoja²⁷:

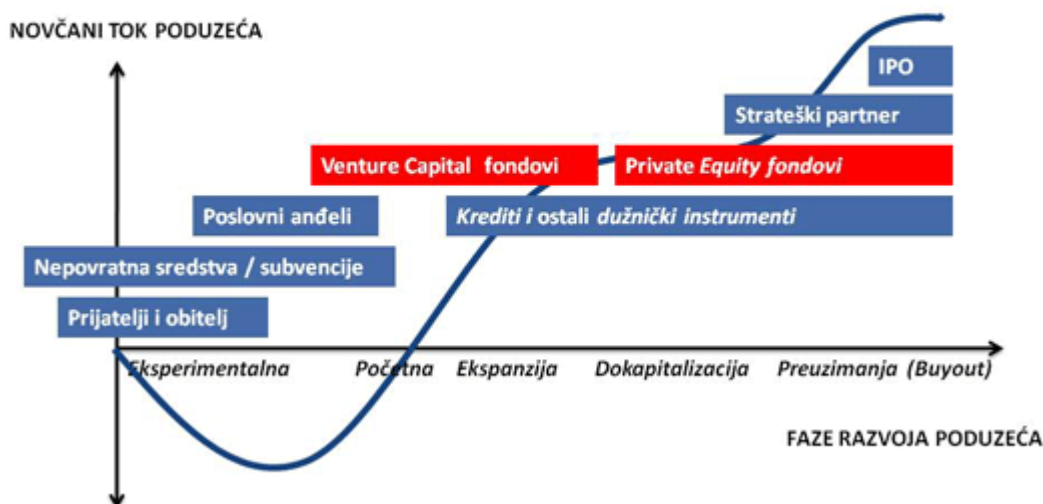
- eksperimentalna ili sjemenska faza
- početna faza
- faza ekspanzije
- faza dokapitalizacije
- faza preuzimanja (eng. buyout, prodaja većinskog udjela poduzeća)

²⁵ Ibid

²⁶ Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Audić Vuletić, S. (2017): Novo pravno uređenje Private Equity i Venture Capital fondova i otvorena pitanja, [Internet], raspoloživo na: <https://repository.pravri.uniri.hr/islandora/object/pravri:301>, [04.09.2019.].

²⁷ CVCA (2019): Riječnik ključnih riječi, [Internet], raspoloživo na: <http://www.cvca.hr/zasto-pe-i-venture-capital/rjecnik-terminal/>, [04.09.2019.].

Financiranje razvoja poduzeća



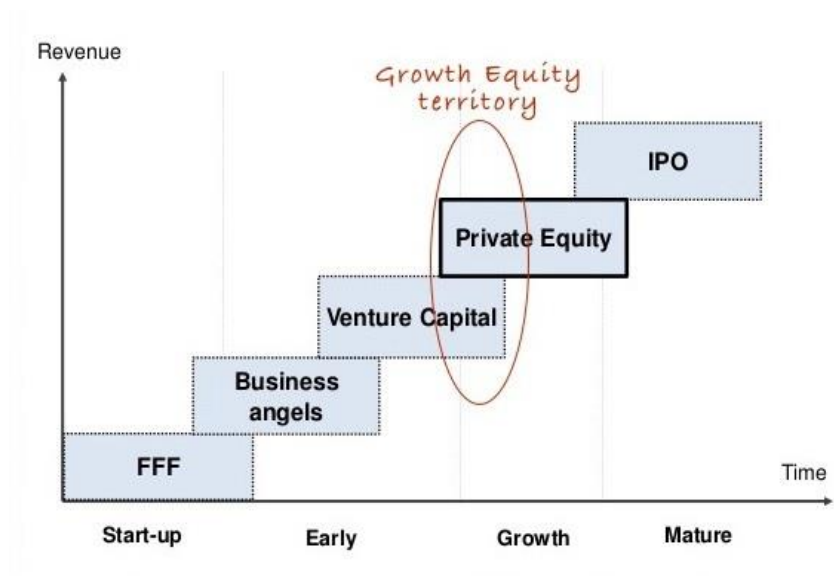
Slika 1. Financiranje razvoja poduzeća

Izvor: CVCA, [Internet], raspoloživo na: <http://www.cvca.hr/zasto-pe-i-venture-capital/rjecnik-termina/>

Na slici 1. se može vidjeti u kojim se fazama razvoja poduzeća javljaju formalni i neformalni investitori rizičnog kapitala. Poslovni anđeli su u pravilu u ranoj fazi, eksperimentalnoj i početnoj. Venture capital u pravilu sudjeluje u tip početnim fazama zajedno s ekspanzijom te private equity koji može ući i u fazi dokapitalizacije i preuzimanja.

Rastući kapital se nalazi između rizičnog kapitala i private equity kapitala. Private equity tvrtke fokusirane na rastući kapital tipično ulažu između 10 i 100 milijuna eura u zamjenu za manjinski ili većinski udjel u ciljanoj tvrtki. Nije neuobičajeno da dio investirano kapitala bude namijenjen likvidnosti trenutnih vlasnika. Zajedno s menadžmentom ciljanog poduzeća se radi na poboljšanju operativnosti te rastu prihoda. Za razliku od buyouta (preuzimanja većinskog dijela ciljane kompanije), uglavnom se ne koristi kreditiranje od strane financijskih institucija.²⁸

²⁸ Venero Capital Advisors (2018): Understanding the difference between Growth Equity and Venture Capital, [Internet], raspoloživo na: <https://pulse.venerocapital.com/understanding-the-difference-between-growth-equity-and-venture-capital-a4a6adc22902> [04.09.2019.]



Slika 2. Rastući kapital u životnoj fazi poduzeća

Izvor: Venero Capital Advisors (2018): Understanding the difference between Growth Equity and Venture Capital, [Internet], raspoloživo na: <https://pulse.venerocapital.com/understanding-the-difference-between-growth-equity-and-venture-capital-a4a6adc22902> [04.09.2019.]

Na slici 2. se može vidjeti gdje se nalazi rastući kapital u životnoj fazi poduzeća. Smješten je između rane faze (eng. early) i faze rasta (eng. growth) poduzeća, u području između venture kapitala i private equity-a, gdje se preklapaju.

Tablica 1. Private equity investicijski proces

FAZA	PODUZETNIK	PODUZETNIK I PE INVESTITOR	PRIVATE EQUITY INVESTITOR
Približavanje PE/ Evaluacija poslovnog plana	<ul style="list-style-type: none"> • uzima savjetnike • priprema poslovni plan • kontaktira PE društvo 		<ul style="list-style-type: none"> • pregledava poslovni plan
Inicijalni upiti i pregovori	<ul style="list-style-type: none"> • pruža dodatne informacije 	<ul style="list-style-type: none"> • sastanci o poslovnom planu • stvaraju se odnosi • pregovara se o uvjetima 	<ul style="list-style-type: none"> • poduzima početne upite • evaluira posao • razmatra financijsku strukturu
Dubinsko istraživanje		<ul style="list-style-type: none"> • povezivanje s računovodstvom 	<ul style="list-style-type: none"> • početak dubinskog istraživanja

		<ul style="list-style-type: none"> • povezivanje s eksternim konzultantima 	
Finalni pregovori i završetak posla	<ul style="list-style-type: none"> • pruža sve relevantne poslovne informacije 	<ul style="list-style-type: none"> • pregovori o finalnim uvjetima stvaranje ugovora i pregovori o pravima	<ul style="list-style-type: none"> • postavlja kompletnu dokumentaciju i ugovore
Monitoring IZLAZ	<ul style="list-style-type: none"> • pruža periodična izvješća • komunicira redovito s investitorima 		<ul style="list-style-type: none"> • mjesto u upravi? • nadzire investiciju • konstruktivno sudjelovanje • utjecaj na sve važne odluke

Izvor: Izrada autora prema BVCA (2010): A Guide to private equity, [Internet], raspoloživo na:

https://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/Files/Website%20files/2012_0001_guide_to_private_equity.pdf,

[04.09.2019.]

U tablici 1. prikazan je private equity investicijski proces po fazama. U prvoj fazi koja je približavanje PE te evaluacija poslovnog plana poduzetnik kontaktira ili angažira savjetnike, priprema poslovni plan te kontaktira PE društvo, odnosno društvo kontaktira poduzetnika. PE investitor pregledava poslovni plan tvrtke. U dugoj fazi inicijalnih upita i pregovora investitor poduzima početne upite, razmatra financijsku strukturu te procjenjuje posao dok poduzetnik pruža sve zatražene dodatne informacije. Stvaraju se početni odnosi, održavaju prvi sastanci te se pregovara o uvjetima financiranja. Kod dubinskog istraživanja radi se na povezivanju s računovodstvom, na uvidu u sve računovodstvene podatke te eventualno povezuje s vanjskim konzultantima. U fazi finalnih pregovora i završetka posla postavlja se kompletna dokumentacija te ugovori između poduzetnika i PE investitora. Završna faza je monitoring odnosno praćenje poduzeća, sudjelovanje u poslovanju te na kraju izlaz iz investicije.

Izlaz iz private equity investicije može se ostvariti putem inicijalne javne ponude (IPO), prodajom udjela (na tržištu ili nekom drugom private equity ulagaču) ili prodajom tvrtke nekoj većoj kompaniji. Svrha izlaza iz poduzeća je proslijediti vrijednost private equity fonda investitorima. Private equity društva ulaze u poslove s namjerom izlaza s većom vrijednosti od primarne investicije, dok private equity investitori očekuju visoku razinu povrata na investiciju.²⁹

²⁹ Ibid

2.4. Rizični kapital nasuprot ostalim metodama financiranja

Od početnog statusa, alternativnog izvora financiranja, rizični kapital se danas u razvijenim društvima i ekonomijama približio ili zauzima ravnopravno mjesto u odnosu na tradicionalne metode financiranja startup-ova.

Postoji nekoliko glavnih alternativa poduzetniku financiranja rizičnim kapitalom³⁰:

- Samofinanciranje
- Financiranje dugom (kreditom)
- Financiranje na tržištu kapitala

Samofinanciranje se odnosi na vlastita sredstva, sredstva prijatelja ili sredstva obitelji. Ono može biti relativno jednostavno i brzo ali može imati dugoročne posljedice po rast tvrtke. Osobni odnosi pomiješani s poslom nerijetko mogu imati negativne posljedice po poduzetnika.

S druge strane, takvi investitori mogu pridonijeti s velikim iznosima kapitala, poduprijeti rast i pomoći poduzetniku no proces može biti dugotrajan i značiti odustajanje od velikog dijela vlasništva nad tvrtkom.³¹

Kod financiranja dugom, kreditori potražuju osobne garancije ili garancije tvrtke da će dug biti vraćen. Tvrtke s malo ili bez imovine će teško pronaći takve garancije. S druge strane, financiranje dugom nema nikakvog utjecaja na vlasništvo nad tvrtkom. Investitor rizičnog kapitala ne potražuje redovite isplate već profitira samo ako tvrtka raste. Kada poduzetnik traži privatnog investitora on potražuje dugoročnog partnera za veliki dio vremena u budućim aktivnostima tvrtke.³²

Investicija rizičnog kapitala je srednjoročna ili dugoročna, što znači da ne pruža jednaku razinu likvidnosti kao financiranje na tržištu kapitala te jače veže investitora uz tvrtku. Investicija je sigurnija jer je manje ranjiva na fluktuacije na tržištu kapitala. Složena struktura investitora rizičnog kapitala sprječava menadžere od ranog izlaska iz tvrtke i ojačava dugoročnu obvezu

³⁰ Invest Europe (2007): Guide on Private Equity and Venture Capital, [Internet], raspoloživo na: <https://www.investeurope.eu/media/78722/guide-on-private-equity-and-venture-capital-2007.pdf>, [04.09.2019.].

³¹ Ibid

³² Ibid

prema tvrtki u koju ulaže. S druge strane, financiranje na tržištu kapitala zahtjeva i da je tvrtka već dosegla određenu razinu poslovne aktivnosti, što često nije slučaj kod rizičnog kapitala.³³

³³ Ibid

3. RIZIČNI KAPITAL U HRVATSKOJ I IZRAELU

3.1. Razvoj rizičnog kapitala u Hrvatskoj

U Hrvatskoj su u 1997. godini osnovana prva dva venture capital fonda. SEAF Croatia je osnovan u svibnju s većinskim financijerom USAID-om. Agencija za međunarodni razvoj (eng. United States Agency for International Development) je američka federalna državna agencija osnovana 1961. godine radi obavljanja poslova pružanja međunarodne gospodarske i humanitarne pomoći.³⁴ Drugi fond, Copernicus Adriatic osnovan je u prosincu s najznačajnijim financijerom EBRD-om. Europska banka za obnovu i razvoj (eng. European Bank for Reconstruction and Development) je međunarodna financijska ustanova osnovana 1990. sa sjedištem u Londonu s ciljem pomoći državama srednje i istočne Europe nakon promjene društvenog i ekonomskog uređenja zemlje. Glavni ciljevi su primjena načela višestranačke demokracije, pluralizma i tržišne privrede u tranziciji prema otvorenim tržišno-orijentiranim gospodarskim sustavima te promoviranje privatne i poduzetničke inicijative u tim državama.³⁵

Prvi venture capital fondovi u Hrvatskoj nisu bili službeno registrirani jer u to vrijeme nije postojala zakonska osnova i regulativa za to. Poslovali su kao predstavništva stranih fondova u Hrvatskoj. Njihovo sjedište je bilo u Zagrebu, a glavna ulaganja su im bila u hrvatske startup-ove. To nisu bila sasvim prava venture capital ulaganja, ali danas ih iz ove perspektive možemo promatrati kao prve predstavnike ulaganja u rizični kapital u Hrvatskoj. Prije dolaska financijske i gospodarske krize, bilo je još stranih venture capital fondova sa manjim ulaganjima. SEAF Croatia i Copernicus Adriatic prestali su s djelovanjem nakon uobičajenog “10-godišnjeg” mandata. Ostali strani venture capital fondovi povukli su se iz Hrvatske pod naletom gospodarske i financijske krize 2008. godine.³⁶

Do prosinca 2005., kada je donesen novi Zakon o investicijskim fondovima, u Hrvatskoj nije postojao propis koji bi pružao potreban zakonski okvir za djelovanje fondova za ulaganje u privatni vlasnički i rizični kapital. Spomenuti je zakon predvidio mogućnost rada otvorenih

³⁴ Wikipedia (2019): USAID, [Internet], raspoloživo na: <https://hr.wikipedia.org/wiki/USAID>, [04.09.2019.]

³⁵ Enciklopedija.hr (2019): Europska banka za obnovu i razvoj, [Internet], raspoloživo na: <http://www.enciklopedija.hr/natuknica.aspx?id=18651>, [04.09.2019.].

³⁶ Lider Media (2015): Sve zemlje koje su uspješno razvile venture capital industriju učinile su to uz poticanje države, [Internet], raspoloživo na: <https://lider.media/aktualno/biznis-i-politika/sve-zemlje-koje-su-uspjesno-razvile-venture-capital-industriju-ucinile-su-to-uz-poticanje-drzave/>, [04.09.2019.].

investicijskih fondova rizičnog kapitala s privatnom ponudom kao mehanizma ulaganja u udjele i dionice trgovačkih društava.³⁷

U skladu s Zakonom o investicijskim fondovima osnovana su dva domaća fonda rizičnog kapitala, Quaestus Private Equity i Nexus Alpha, a njihov predmet ulaganja bile su već postojeće tvrtke, ali i poneki start-up.

Od 1995. godine djeluje HVCA (Hrvatska Private Equity i Venture Capital Asocijacija) kojoj je cilj privlačenje private equity i venture capital ulaganja u Hrvatsku. Temeljni ciljevi udruge su poticanje i razvoj private equity i venture capital financiranja kao jedan od ključnih elemenata za razvoj i rast poduzetničkog sektora, tržišta kapitala i gospodarstva u cjelini.³⁸

U Hrvatskoj djeluje i udruga koja okuplja poslovne anđele, Hrvatska mreža poslovnih anđela (CRANE), neprofitna udruga koja okuplja privatne i institucijske investitore koji su zainteresirani za ulaganja u inovativne tvrtke u ranom stadiju razvoja. Crane je krovna i najstarija organizacija poslovnih anđela u Hrvatskoj te jedna od najuspješnijih organizacija u Europi. Udruga je pokrenuta 2008. godine zajedničkom inicijativom nekoliko institucija te poznatih investitora Damira Sabola i Hrvoja Prpića. Do 2018. godine, članovi Crane-a u hrvatske tvrtke uložili su preko 35 milijuna kuna.³⁹

Područja ulaganja hrvatskih poslovnih anđela su: online kupovina (Bonamie), upravljanje kriptovalutama (x8currency), mobilne aplikacije (Peep), pomoć mladim inovatorima (ABC Accelerator), internet zaštita (App-ray), hotelski softver (Facility), internet časopise i portale (FokusPokus, Zimo Digital), različita softverska rješenja (Symwaro, Viberate, Scorrers, Lionscube, Wemy, SnapTap, Trillanium, Entrio, Offspace, Xee Tech, Myrio, Once Football, Naklikaj, Repsly), tehnološko-tekstilnu industriju (Nanodiy, Unique Travel Set, Ultijack), televiziju (Kreator TV).⁴⁰

³⁷ Švaljek, S. (2007): Ulaganje u privatni vlasnički i rizični kapital u Hrvatskoj: porezno i pravno okruženje, [Internet]. raspoloživo na: <https://hrcak.srce.hr/20366>, [04.09.2019.].

³⁸ CVCA (2005): Statut CVCA, [Internet], raspoloživo na: http://www.cvca.hr/tolteam/upload/FCKUpload/file/orgdoc/STATUT_CVCAhrvatska_verzija.pdf, [04.09.2019.].

³⁹ CRANE (2019): O nama, [Internet], raspoloživo na: <http://crane.hr/o-nama/>, [04.09.2019.].

⁴⁰ CRANE (2019): Investicije, [Internet], raspoloživo na: <http://crane.hr/investicije/>, [04.09.2019.].

U 2010. godini je bio zabilježen značajan porast otvorenih investicijskih fondova rizičnog kapitala, kada je osnovano pet novih fondova. Značajan poticaj za osnivanje je dala Vlada Republike Hrvatske koja je te godine raspisala javni poziv za sudjelovanje u osnivanju Fondova za gospodarsku suradnju, prema kojemu se putem kvalificiranog ulagatelja u fondove za gospodarsku suradnju obvezala uvećati veličinu svakog fonda za gospodarsku suradnju za iznos jednak izvršenim uplatama svih kvalificiranih privatnih ulagatelja, do trenutka dok se nije iskoristio iznos od milijardu kuna.

Fondovi za gospodarsku suradnju (FGS) započeli su s radom 2011. godine, a predstavljali su vrstu javno-privatnog partnerstva između Vlade Republike Hrvatske i privatnog sektora koji sačinjavaju veliki institucionalni investitori poput mirovinskih fondova, banaka, osiguravajućih društava i velikih hrvatskih poduzeća. Cilj fondova za gospodarsku suradnju bio je potaknuti razvoj fondova rizičnog kapitala u Republici Hrvatskoj te stimulirati razvoj malih i srednjih poduzeća.⁴¹

Fondovi za gospodarsku suradnju su otvoreni alternativni investicijski fondovi rizičnog kapitala s privatnom ponudom za čiji nadzor nad poslovanjem fondova je zadužena HANFA (Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga). Preduvjet za sudjelovanje Vlade Republike Hrvatske u pojedinom fondu bio je ulaganje “privatnog” sektora od minimalno 75 do maksimalno 300 milijuna kuna na što je Vlada Republike Hrvatske uložila isti iznos na koji se obvezao privatni sektor. Kao privatni ulagači mogu sudjelovati kvalificirani ulagači prema Zakonu o alternativnim investicijskim fondovima. Životni vijek fondova je standardnih deset plus dvije dodatne godine.⁴²

Upravljanje FGS-ovima povjereno je društvima za upravljanje koja analiziraju potencijalne ulagačke prilike te predlažu Povjereničkom odboru na odlučivanje. Povjerenički odbor je sastavljen od predstavnika svakog ulagatelja te se odluke donose većinom od tri četvrtine ukupnog broja danih glasova. FGS-ovi mogu ulagati isključivo u društva koja su registrirana u Republici Hrvatskoj i koja većinu poslovanja ostvaruju u Republici Hrvatskoj.⁴³

⁴¹ Centar za politiku razvoja malih i srednjih poduzeća i poduzetništva (2014) Izvješće o malim i srednjim poduzećima u Hrvatskoj – 2013. Zagreb: CEPOR, str. 48

⁴² Prosperus Invest (2018): Fondovi za gospodarsku suradnju, [Internet], raspoloživo na: <http://www.prosperus-invest.hr/content/fondovi-za-gospodarsku-suradnju>, [04.09.2019.].

⁴³ Ibid

Prema HBOR-u korisnici fondova za gospodarsku suradnju su trgovačka društva koja imaju sjedišta u RH i koja isključivo ili pretežito obavljaju svoju djelatnost na području RH te koja imaju:⁴⁴

- proizvode i usluge s visokim potencijalom rasta
- prednost nad konkurencijom
- dobar menadžment
- uredno i transparentno poslovanje i dobar poslovni plan
- prihvatljivu stopu povrata na uložena sredstva od strane FGS-ova.

U tablici 2. je dan prikaz fondova rizičnog kapitala u Hrvatskoj zajedno s društvima odgovornima za upravljanje. Na dan 15. kolovoza 2019. godine djeluje ukupno šest fondova.

Tablica 2. Popis fondova rizičnog kapitala s društvima odgovornima za upravljanje

	FOND	DRUŠTVO ZA UPRAVLJANJE
1.	Honestas FGS - otvoreni alternativni investicijski fond rizičnog kapitala s privatnom ponudom	HONESTAS PRIVATE EQUITY PARTNERI d.o.o.
2.	Inspirio Alpha - otvoreni alternativni investicijski fond rizičnog kapitala s privatnom ponudom	Inspire Investments d.o.o. za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima
3.	Inspirio FGS - otvoreni alternativni investicijski fond rizičnog kapitala s privatnom ponudom	Inspire Investments d.o.o. za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima
4.	Prosperus FGS - otvoreni alternativni investicijski fond rizičnog kapitala s privatnom ponudom	PROSPERUS INVEST d.o.o.
5.	Prosperus FGS II - otvoreni alternativni investicijski fond rizičnog kapitala s privatnom ponudom	PROSPERUS INVEST d.o.o.
6.	Quaestus Private Equity Kapital II - otvoreni alternativni investicijski fond rizičnog kapitala s privatnom ponudom	QUAESTUS PRIVATE EQUITY d.o.o.

Izvor: Izrada autora prema: HANFA (2019): Alternativni investicijski fondovi, [Internet], raspoloživo na: <https://www.hanfa.hr/investicijski-fondovi/registri/alternativni-investicijski-fondovi/?page=1>, [15.08.2019.]

U godišnjem financijskom izvještaju za 2018. godinu HBOR-a (Hrvatska banka za obnovu i razvoj) se navodi da sredstva za financijski instrument ESIF Fond rizičnog kapitala iznose 35 milijuna eura koji će se financirati iz Europskih strukturnih i investicijskih fondova. HBOR je izrazio namjeru investiranja iznosa do 7,5 milijuna eura u fond rizičnog kapitala koji bi se trebao

⁴⁴ HBOR (2019): Fondovi za gospodarsku suradnju, [Internet], raspoloživo na: <https://www.hbor.hr/naslovnica/hbor/fondovi-rizicnog-kapitala/>, [04.09.2019.].

osnovati u 2019. godini temeljem Sporazuma o financiranju potpisanog između Ministarstva regionalnoga razvoja i fondova Europske unije i EIF-a (Europski investicijski fond). Sporazumom o financiranju Ministarstvo je delegiralo EIF-u provedbu financijskog instrumenta ESIF Fond rizičnog kapitala te poslove odabira i nadzora rada upravitelja ESIF fonda. EIF je proveo proces odabira društva za upravljanje fondom koji će, uz EU sredstva, prikupljati i privatni kapital te ulagati u poduzetnike početnike.⁴⁵

Europska komisija je u suradnji s EIF-om i nacionalnim razvojnim institucijama (eng. National Promotional Institutions - NPI) u svrhu razvoja tržišta ulaganja u fondove rizičnog kapitala pokrenula NPI equity platformu. HBOR sudjeluje u radu dvaju tijela platforme – Generalnog foruma i Konzultativnog foruma čiji rad je usmjeren na razmjenu iskustava i znanja u svrhu jačanja industrije rizičnog kapitala.

Nastavno na Memorandum o razumijevanju koji je potpisan između EIF-a i HBOR-a, tijekom 2018. godine su nastavljeni pregovori. Završeni su potpisivanjem ugovora kojim je početkom 2019. godine pokrenut CROGIP (Croatian Growth Investment Programme).

CROGIP je inicijativa koja bi trebala potaknuti kapitalna ulaganja u mala i srednja te srednje kapitalizirana poduzeća u ukupnom iznosu od najmanje 70 milijuna eura. Potpisani ugovor je preduvjet za zajedničko ulaganje sredstava EIF-a i HBOR-a, od kojih bi svaki trebao uložiti po 35 milijuna eura u fondove rizičnog kapitala. Fondovima će upravljati društva koja odabere EIF sukladno svojim metodologijama. HBOR ne sudjeluje u odabiru upravljačkog društava, ali će EIF uvažiti postavljene investicijske parametre od strane HBOR-a. HBOR-u su prihvatljivi oni fondovi koje EIF ocijeni prihvatljivim, a koji u svojoj investicijskoj strategiji imaju utvrđeno da će najmanje 70% ukupnih ulaganja fonda uložiti u društva koja su osnovana u Hrvatskoj i koja najveći dio poslovanja obavljaju u Hrvatskoj, odnosno ona koja će planiranim ulaganjima započeti dugoročno poslovanje u Hrvatskoj pri tome zapošljavajući značajan broj radnika iz Hrvatske.⁴⁶

⁴⁵ HBOR (2019): Godišnji financijski izvještaji za 2018. godinu, [Internet], raspoloživo na: https://www.hbor.hr/wp-content/uploads/2019/07/HBOR_Godi%C5%A1nje-izvje%C5%A1%C4%87e-2018_web.pdf, [04.09.2019.]

⁴⁶ Ibid

3.2. Razvoj rizičnog kapitala u Izraelu

Početak industrije rizičnog kapitala u Izraelu je u 1985. godini kada je osnovan prvi VC fond, Athena Venture Partners, na čijem su čelu bili bivši general u izraelskom zrakoplovstvu Dan Tolkowsky, dr. Gideon Tolkowsky i Frederick R. Adler, koji je u kasnijim godinama bio zaslužan za izlazak izraelskih tehnoloških kompanija na tehnološku burzu NASDAQ u SAD-u. Početkom 1990. godine Gideon Tolkowsky i Yadin Kaufmann osnovali su drugi izraelski VC fond, Veritas Venture Capital Management.⁴⁷

Prvi značajan pokušaj vlasti u Izraelu za poticanje industrije rizičnog kapitala bio je Inbal program 1992. godine. Glavni ciljevi su bili stimulirati javne fondove rizičnog kapitala te podići svijest o postojanju takve vrste ulaganja. Inbal program je bio zamišljen na način da Vladina agencija za osiguranja daje garanciju za 70% skupljenih sredstava u VC fondovima. Ni jedan od četiri fonda pokrenuta uz podršku Inbal programa nisu bila uspješna iz više razloga, ponajprije zbog velikih birokratskih procedura te puno vremena potrebnog za podnošenje iscrpljujućih izvješća.⁴⁸

Uspjeh industrije rizičnog kapitala u Izraelu započeo je s programom Yozma (izraelska riječ za inicijativu), vladin program u 1993. godini koji je ponudio porezne olakšice stranim investitorima rizičnog kapitala. Također, programom Yozma obećano je jednako ulaganje sredstava od strane izraelske vlade svakoj stranoj investiciji. Kao rezultat toga, između 1991. i 2000. godine, vrijednost ulaganja skočila je sa 58 milijuna američkih dolara godišnje na 3 milijarde američkih dolara godišnje. Broj kompanija koje su nastale koristeći se fondovima rizičnog kapitala skočio je s broja od 100 godišnje na broj od 800 takvih kompanija godišnje. Prihodi tehnoloških kompanija su skočili s 1.6 milijardi američkih dolara godišnje na 12.5 milijardi američkih dolara godišnje. Do 1999. godine Izrael je došao na drugo mjesto u svijetu, iza Sjedinjenih Američkih Država, po udjelu rizičnog kapitala u BDP-u. Također, Izrael je rangiran kao broj jedan u svijetu po ulaganju sredstava u istraživanje i razvoj (eng. Research and Development – R&D) po udjelu u BDP-u.⁴⁹

⁴⁷ Wikipedia (2019): Venture Capital in Israel, [Internet], raspoloživo na: https://en.wikipedia.org/wiki/Venture_capital_in_Israel, [04.09.2019.].

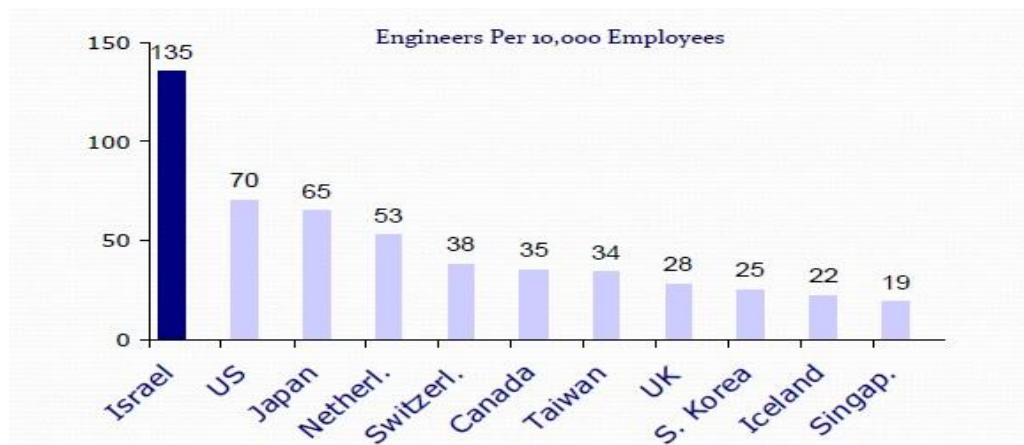
⁴⁸ Gadus V. (2012): GOVERNMENT VENTURE FUNDS, Universiteit Van Tilburg, Tilburg [Internet], raspoloživo na: <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=128478>, [04.09.2019.].

⁴⁹ Wikipedia (2019): Venture Capital in Israel, [Internet], raspoloživo na: https://en.wikipedia.org/wiki/Venture_capital_in_Israel, [04.09.2019.].

Program Yozma trajao je od 1993. do 1998. godine i smatra se danas kao jedan od najuspješnijih vladinih programa za poticaj i razvoj industrije rizičnog kapitala u svijetu.

Izraelska Vlada osigurala je 100 milijuna američkih dolara 1993. godine za pokretanje programa Yozma. Tijekom vremenskog razdoblja od tri godine, grupa je uspostavila deset hibridnih fondova, a svaki od njih je bio kapitaliziran s iznosom od 20 milijuna američkih dolara. Paralelno s tim, Yozma grupa je počela ulagati izravno u start-up kompanije. S potporom američkih, europskih i domaćih investitora 1995. godine je drugi fond započeo s radom. Yozma grupa je investirala u sve faze razvoja poduzeća primarno se fokusirajući na najraniju fazu te ciljajući na ICT tvrtke te znanstveni, biotehnološki sektor. Svaka investicija je tipično bila u iznosu od 1 milijun do 6 milijuna američkih dolara te je dodatni kapital rezerviran za naknadne investicije. Yozma grupa je također tijesno surađivala s vodećim znanstvenim ustanovama u državi i tehnološkim inkubatorima. Neke od vodećih i obećavajućih tvrtki u portfelju Yozma grupe su došle izravno s tih institucija.⁵⁰

1998. godine Vlada je odlučila da je sektor rizičnog kapitala dovoljno jak da privatizira svoje udjele u Yozma grupi. Veći dio fondova je tada uspješno privatiziran te je predan u ruke privatnom sektoru.



Slika 3. Broj diplomiranih inženjera na 10.000 zaposlenika

Izvor: IVC research center (2012), [Internet], raspoloživo na:

[https://embassies.gov.il/nicosia/NewsAndEvents/Documents/Doing%20Business%20with%20Israel%20\(Erlich\).pdf](https://embassies.gov.il/nicosia/NewsAndEvents/Documents/Doing%20Business%20with%20Israel%20(Erlich).pdf), [04.09.2019.].

⁵⁰ Baygan G (2003): "Venture Capital Policies in Israel", OECD Science, Technology and Industry Working Papers, 2003/03, OECD Publishing, Paris, [Internet], raspoloživo na: <https://pdfs.semanticscholar.org/910c/f359a13a6cfec229b7321857ffe4ac49afd4.pdf>, [04.09.2019.].

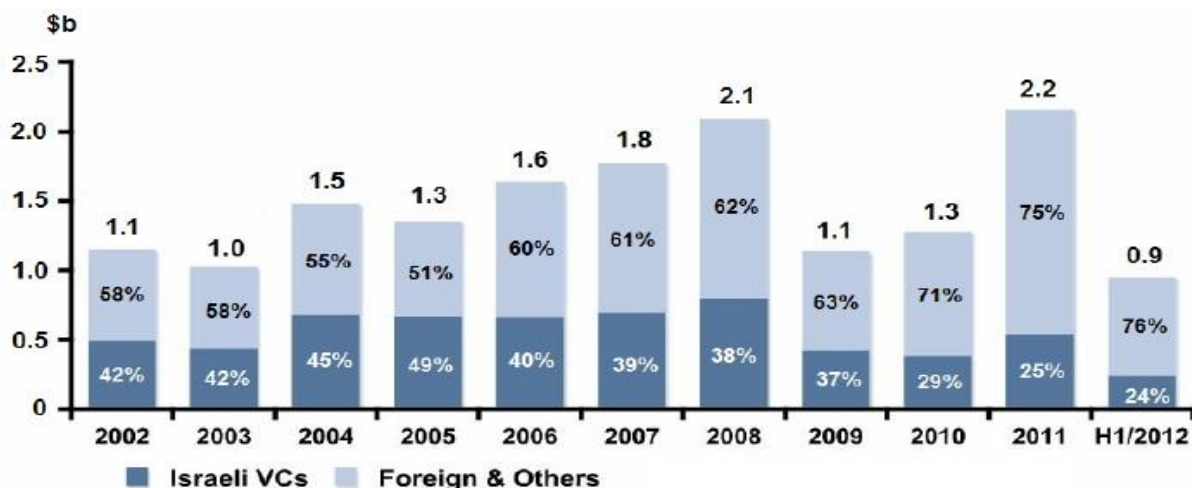
Na slici 3. je prikazan broj diplomiranih inženjera na 10.000 zaposlenih u odabranim zemljama svijeta. Nastavno na poticanje i suradnju investitora rizičnog kapitala s obrazovnim institucijama u državi, Izrael je na vodećem mjestu u svijetu, s brojem od 135 diplomiranih inženjera. Taj broj je značajno veći u odnosu na ostatak razvijenih država prikazanih na slici 3. U Sjedinjenim Američkim Državama taj je broj 70, u Japanu 65, Nizozemskoj 53, Švicarskoj 38 te Kanadi 35 diplomiranih inženjera na 10.000 zaposlenih.

Ovakve brojke u odnosu na ostale razvijene zemlje svijeta nisu slučajnost, već ciljani i planirani razvoj od strane izraelskih državnih institucija. Visoka akademska izvrsnost uključuje neke od vodećih svjetskih istraživačkih instituta, kao što su Technion i Weizmann instituti, koji su orijentirani na sektor istraživanja i razvoja te razvoja medicine. Značajni fokus na sektor biotehničkih i biomedicinskih znanosti (eng. life sciences) je pozitivna posljedica potpore izraelskih državnih institucija preko fondova rizičnog kapitala.⁵¹

Kolaps tržišta kapitala u 2000. godini uzrokovao je značajno smanjenje sredstava rizičnog kapitala koja su dolazila u Izrael. VC investicije su se smanjile (39% manje u 2001. godini u odnosu na 2000. godinu, 43% manje u 2002. godini u odnosu na prethodnu te dodatno smanjenje od 11% u 2003. godini u odnosu na godinu prije). Ni jedan novi izraelski start-up nije izlistan na NASDAQ burzi od ožujka 2001. godine do rujna 2004. godine. Izraelska Vlada reagirala je na način da su smanjili oporezivanja stranih investitora, započeli s poticanjem mirovinskih fondova na ulaganje u fondove rizičnog kapitala te započeli s novim programima za poticanje investicija.⁵²

⁵¹ Gadus V. (2012): GOVERNMENT VENTURE FUNDS, Universiteit Van Tilburg, Tilburg [Internet], raspoloživo na: <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=128478>, [04.09.2019.].

⁵² Gadus V. (2012): GOVERNMENT VENTURE FUNDS, Universiteit Van Tilburg, Tilburg [Internet], raspoloživo na: <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=128478>, [04.09.2019.].



Slika 4. Investicije rizičnog kapitala u Izraelu u razdoblju 2002. – 2012. godine, u milijardama američkih dolara

Izvor: IVC research center (2012), [Internet], raspoloživo na:

[https://embassies.gov.il/nicosia/NewsAndEvents/Documents/Doing%20Business%20with%20Israel%20\(Erlich\).pdf](https://embassies.gov.il/nicosia/NewsAndEvents/Documents/Doing%20Business%20with%20Israel%20(Erlich).pdf), [04.09.2019.]

Na slici 4. su prikazane VC investicije u Izrael u desetogodišnjem razdoblju od 2002. do 2012. godine. Ukupna ulaganja iznosila su 15.9 milijardi američkih dolara, domaća sredstva su iznosila 6.6 milijardi američkih dolara odnosno 40% ukupnog iznosa. Strana sredstva su iznosila 9.2 milijarde američkih dolara odnosno 60% ukupnih sredstava. Na slici je vidljiv pad ulaganih sredstava nakon „dot-com bubble“-a 2000. godine te 2009. i 2010. godine kao rezultat svjetske financijske krize.

Tijekom nove financijske krize u svijetu od 2007. do 2010. (posebice u 2009. i 2010. godini) godine izraelska industrija rizičnog kapitala doživjela je značajan pad. U tom razdoblju preispitivalo se treba li izraelski model mijenjati, dio ekonomske javnosti smatrao je da će s prolaskom ekonomske krize postojeći model nastaviti svoje dobre rezultate. Nakon završetka ekonomske krize, izraelska industrija rizičnog kapitala nastavila je s rastom, tako da danas u Izraelu djeluje 70 aktivnih domaćih VC fondova te 220 međunarodnih fondova.⁵³

⁵³ Clearview Partners (2018): History of Venture Capital in Israel, [Internet], raspoloživo na: <https://www.clearviewp.com/history-of-venture-capital-in-israel/> [04.09.2019.].



Slika 5. Struktura investicija rizičnog kapitala u Izraelu u razdoblju od 2002. do 2012. godine

Izvor: IVC research center (2012), [Internet], raspoloživo na:

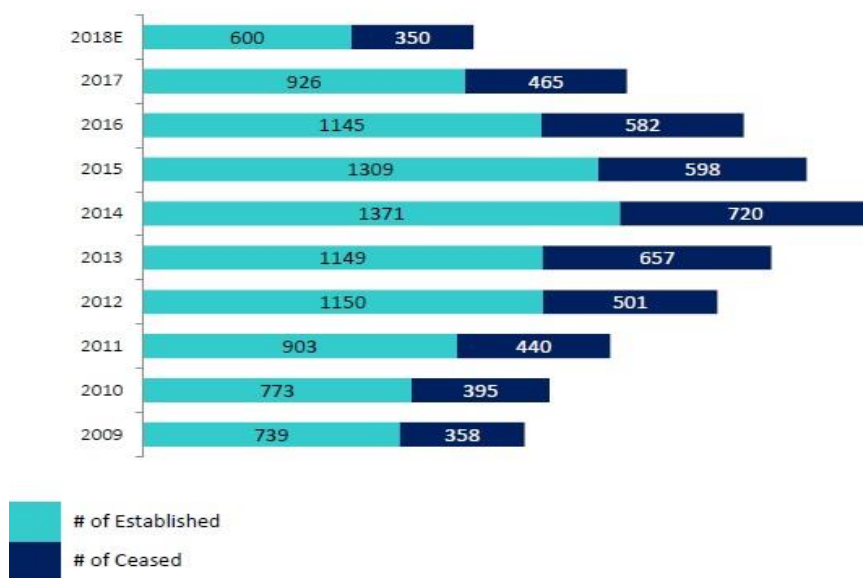
[https://embassies.gov.il/nicosia/NewsAndEvents/Documents/Doing%20Business%20with%20Israel%20\(Erich\).pdf](https://embassies.gov.il/nicosia/NewsAndEvents/Documents/Doing%20Business%20with%20Israel%20(Erich).pdf), [04.09.2019.]

Na slici 5. je prikazana struktura investicija rizičnog kapitala u Izraelu u desetogodišnjem razdoblju od 2002. do 2012. godine. Vidljivo je da je najveći broj investicija u čitavom razdoblju zauzimaju softverske usluge i komunikacije. Također, vidljiv je značajan rast investicija vezanih uz internet, koji je nastavljen i u godinama koje su slijedile.

Visoko tehnološka (eng. high-tech) ekonomija je dominantno ona na koju se izraelska država i društvo fokusiralo, a to se posebno odnosi na ulaganja fondova rizičnog kapitala. Do sredine osamdesetih godina 20. stoljeća izraelska ekonomija je bila većinom orijentirana na tradicionalne industrije kao što su tekstilna i poljoprivredna. Ekonomija je radikalno transformirana u devedesetim godinama. Telekomunikacije, softverske usluge, internetske usluge, industrija zdravlja i lijekova te biomedicinske opreme je danas u fokusu investicija. Sektor baziran na informacijama i komunikacijskoj tehnologiji je brojao više od polovine ulaganja rizičnog kapitala u devedesetima. Broj komunikacijskih tvrtki koje su imala ulaganja rizičnog kapitala u 2000. godini je porastao na 176, s broja od 74 u prethodnoj 1999. godini, sa prosječnim investicijama od 7 milijuna američkih dolara.⁵⁴

⁵⁴ Baygan G (2003): "Venture Capital Policies in Israel", OECD Science, Technology and Industry Working Papers, 2003/03, OECD Publishing, Paris, [Internet], raspoloživo na: <https://pdfs.semanticscholar.org/910c/f359a13a6cfec229b7321857ffe4ac49afd4.pdf>, [04.09.2019.].

Većina izraelskih fondova rizičnog kapitala u ranim devedesetim godinama 20. stoljeća upravljali su sa sredstvima u iznosima od 20 milijuna američkih dolara ili manje te su ulagali relativno male iznose. Pred kraj devedesetih, ti su iznosi i ulaganja značajno porasli zbog velike konkurencije među njima, velikog broja fondova rizičnog kapitala. U 2000-tim godinama pa nadalje, veliki fondovi rizičnog kapitala su narasli na vrijednosti od 150 milijuna do 200 milijuna američkih dolara.⁵⁵



Slika 6. Broj osnovanih i zatvorenih start-up tvrtki u Izraelu u razdoblju od 2009. do 2018. godine

Izvor: IVC online (2019), [Internet], raspoloživo na: <https://www.ivconline.com/Portals/0/RC/POSTS/IVC%20Israeli%20Entrepreneurial%20VC%20Ecosystem%20presentation.pdf?timestamp=1560419084211>, [04.09.2019.]

Na slici 6. prikazan je broj osnovanih start-up tvrtki i prestalih s radom u Izraelu u razdoblju od 2009. do 2018. godine. Vidljivo je da broj novoosnovanih značajno veći od onih koji prestaju s radom. U 2009. godini osnovanih je 739 novih start-up tvrtki, dok je 358 prestalo s radom. Taj odnos između novih i zatvorenih start-up tvrtki je sličan kroz sve promatrane godine, odnosno broj novih je značajno veći od onih koji prestaju s radom. Broj novoosnovanih je značajno rastao od 2009. godine do 2016. godine da bi doživio prvi pad 2017. godine.

⁵⁵ Ibid

Tablica 3. Lista najvećih spajanja i stjecanja nad izraelskim tvrtkama (eng. M&A – merge and acquisition) financiranih rizičnim kapitalom

NAZIV KOMPANIJE	IZNOS	GODINA
Mobileye	15.3 milijarde \$	2017.
Mellanox Technologies	6.9 milijarde \$	2019.
Synamedia	5 milijardi \$	2012.
Playtika	4.4 milijarde \$	2016.
Orbotech	3.4 milijarde \$	2018.
Imperva	2.1 milijarda \$	2018.
Efi	1.7 milijardi \$	2019.
Mazor Robotics	1.6 milijardi \$	2018.
Fundtech	1.25 milijardi \$	2015.
Waze	1.19 milijarde \$	2013.
Neuroderm	1.1 milijarda \$	2017.
Gilen Imaging	970 milijuna \$	2013.
Viber	900 milijuna \$	2014.

Izvor: Izrada autora prema podacima s IVC online (2019), [Internet], raspoloživo na: <https://www.ivc-online.com/Portals/0/RC/POSTS/IVC%20Israeli%20Entrepreneurial%20VC%20Ecosystem%20presentation.pdf?timestamp=1560419084211>, [04.09.2019.]

Tablica 3. pokazuje izraelske tvrtke financirane rizičnim kapitalom koje su prodane sa pripadajućim iznosima u američkim dolarima, poredane od najvećeg iznosa prema manjima.

Mobileye, tvrtka za razvoj naprednog sustava pomoći vozaču i sustava autonomne vožnje prodana je 2017. godine američkom Intelu za iznos od 15.3 milijarde američkih dolara. Nvidia, Cisco, Google, IBM su samo neke od velikih američkih kompanija koje su sudjelovale u poslovima spajanja ili stjecanja nad izraelskim tvrtkama navedenim u tablici 3.

4. ANALIZA ULAGANJA RIZIČNOG KAPITALA U HRVATSKOJ I IZRAELU

U ovom poglavlju dat će se analiza ulaganja rizičnog kapitala u Hrvatskoj i Izraelu, analiza pokazatelja koji utječu na ulaganja rizičnog kapitala te odnosi među dostupnim vrijednostima. VC/PE indeks (eng. The Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index) mjeri atraktivnost pojedine države za ulagače u rizični kapital. Indeks pruža najnovije sakupljene podatke o kvaliteti okoline (države) za ulaganje i procjenu jednostavnosti poslovanja u 125 zemalja svijeta.⁵⁶

Prilikom izračuna u obzir se uzimaju pojedini parametri te se ovisno o ponderima svake pojedine varijable utvrđuje konačna vrijednost indeksa atraktivnosti pojedine zemlje za VC/PE ulaganja.⁵⁷

U nastavku je dan prikaz ukupnih private equity ulaganja u razdoblju od 2012. do 2016. godina u Izraelu te private equity ulaganja u Hrvatsku u istom razdoblju. Također, graf 1. prikazuje private equity ulaganja u postotku BDP-a u razdoblju od 2012. do 2016. godine što je pokazatelj kojim se puno jasnije može prikazati utjecaj private equity ulaganja na ekonomije Izraela i Hrvatske.

Tablica 4. Private equity ulaganja u Izrael i Hrvatsku u milijunima eura u 2012., 2013., 2014., 2015. i 2016. godini

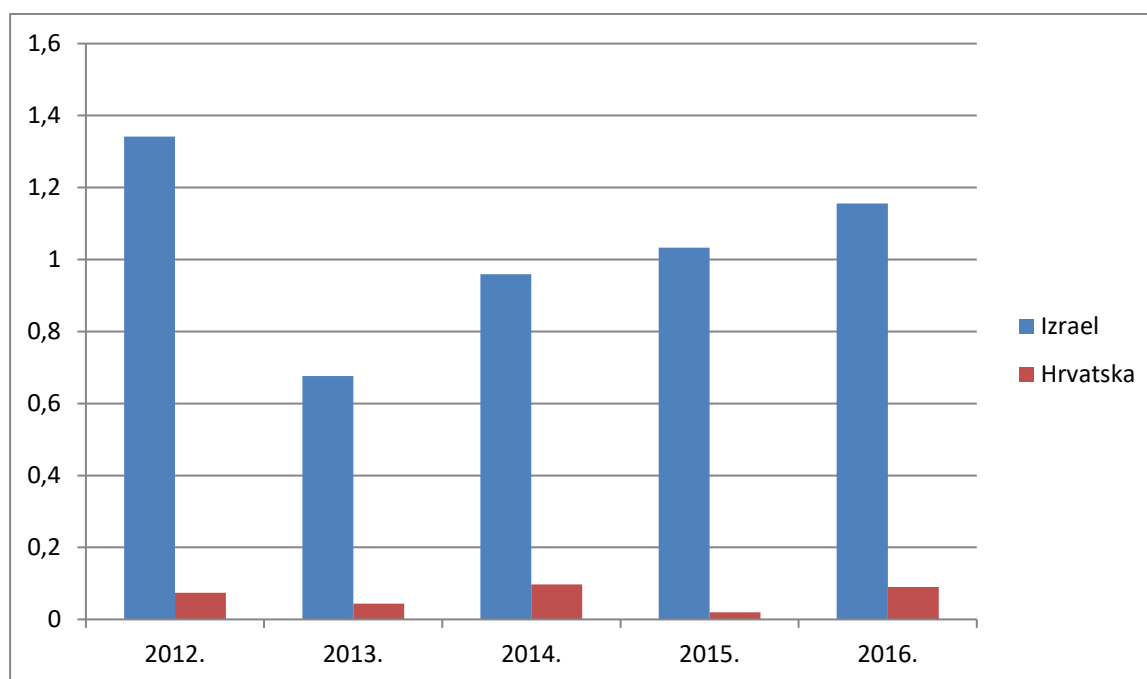
GODINA	IZRAEL	HRVATSKA
2012.	3.115	32
2013.	1.784	19
2014.	2.679	42
2015.	2.798	13
2016.	3.328	41

Izvor: Izradio autor prema: Invest Europe, Central and Easter Europe Private Equity Statistics 2013, 2014, 2015, 2016: [Internet], raspoloživo na: <https://www.investeurope.eu/>; IVC Research Center Summary of Israeli Private Equity Deals 2015, 2016, 2017 raspoloživo na <https://www.ivc-online.com/Portals/0/RC/PE%20Survey/PE-Survey-PR-Q1-2015-final.pdf>, https://www.ivc-online.com/Portals/0/RC/PE%20Survey/PE-Survey-PR-Q1-2017_final.pdf, <https://www.shibolet.com/wp-content/uploads/2017/02/PE-Survey-PR-Q4-2016-final.pdf>, [04.09.2019].

⁵⁶ Groh A., Lichenstein H., Lieser K., Biesinger M. (2018): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2018 Annual, IESE Business School, University of Navarra

⁵⁷ Šimić, Šarić M. (2015.): Alternativni izvori financiranja, nastavni materijali, Sveučilište u Splitu, Split

Tablica 4. prikazuje da su private equity ulaganja u Izrael u 2012. godini iznosila 3.115 milijardi eura, dok su sljedeće godine na razini od 1.784 milijarde eura što predstavlja značajan pad u odnosu na godinu prije. U 2014. godini ulaganja ponovno rastu te 2016. godine dolaze na 3.328 milijarde eura što je viši iznos nego što je na početku promatranog razdoblja, u 2012. godini. S druge strane, u Hrvatskoj su private equity ulaganja u 2012. godini na razini od 32 milijuna eura. U sljedećim promatranim godinama taj iznos se mijenja, tako da je u 2013. godini na razini od 19 milijuna eura, u 2014. godini je na razini od 42 milijuna eura, u 2015. godini na razini od 15 milijuna eura, da bi na kraju promatranog razdoblja, u 2016. godini bio na razini od 41 milijun eura.



Graf 1. Private equity ulaganja u Izraelu i Hrvatskoj u postotku BDP-a u 2012., 2013., 2014., 2015., 2016. godini

Izvor: Izradio autor prema Invest Europe, Central and Easter Europe Private Equity Statistics 2013, 2014, 2015, 2016; IVC Research Center Summary of Israeli Private Equity Deals 2015, 2016, 2017; World Bank national accounts data, and OECD National Accounts data files, [04.09.2019].

Graf 1. prikazuje private equity ulaganja za Izrael i Hrvatsku u postotku BDP-a za razdoblje od 2012. do 2016. godine. Vidljivo je da su ulaganja u private equity u postotku BDP-a znatno veća u Izraelu, tako da su ta ulaganja u 2012. godini na razini od 1,342% BDP-a, dok su u Hrvatskoj na razini od 0,074% BDP-a. U sljedećim promatranim godinama se taj postotak

smanjio, da bi u posljednjoj godini u Izraelu bio na 1,156% BDP-a, a u Hrvatskoj na razini od 0,09% BDP-a.

Područje Istraživanje i razvoj je važan dio za odluku o ulaganju rizičnog kapitala u tvrtke, odnosno za ulagače rizičnog kapitala u države. U nastavku je analiza ulaganja u područje Istraživanja i razvoja u Izraelu i Hrvatskoj, za razdoblje od 2010. do 2016. godine. U tablici 6. su prikazane vrijednosti postotka ulaganja Istraživanje i razvoj u odnosu na veličinu BDP-a pojedine države.

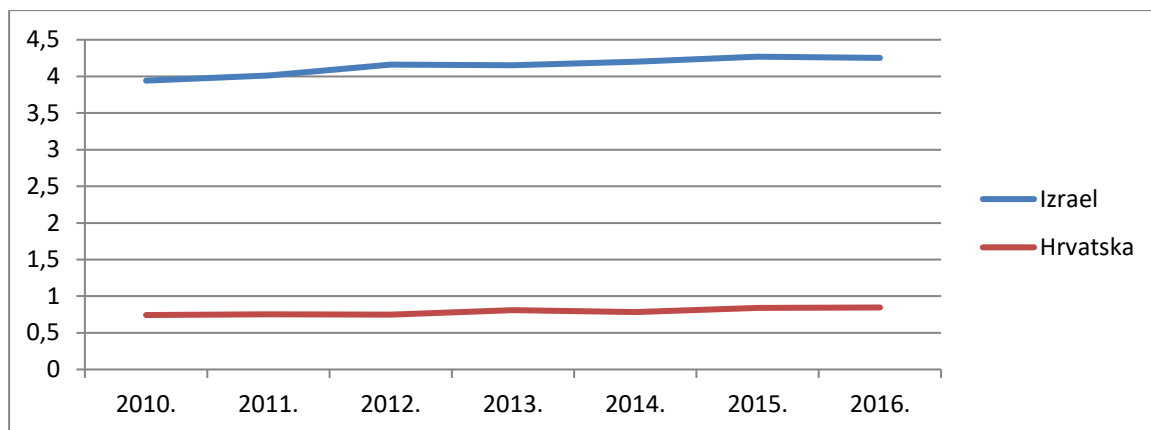
Tablica 5. Ulaganje u Istraživanje i razvoj (Research and Development) u Izraelu i Hrvatskoj, u odnosu na BDP u razdoblju od 2010. do 2016. godine

GODINA	IZRAEL	HRVATSKA
2010.	3,942	0,743
2011.	4,013	0,751
2012.	4,161	0,750
2013.	4,152	0,811
2014.	4,200	0,783
2015.	4,269	0,842
2016.	4,251	0,846

Izvor: izrada autora prema prikupljenim podacima s UNESCO Institute for Statistics (2019): [Internet], raspoloživo na <https://data.worldbank.org/indicator/GB.XPD.RSDV.GD.ZS?locations=HR-IL>, [04.09.2019].

U tablici 5. vidljivo je da su ulaganja u Istraživanje i razvoj u odnosu na BDP veća u Izraelu u odnosu na Hrvatsku. U prvoj promatranoj godini, 2012. u Izraelu taj je postotak na razini od 3,942%, dok je u Hrvatskoj na razini od 0,743%. U sljedećim godinama, postotak u ukupnom BDP u Izraelu prelazi 4% te zadržava tu razinu sve do posljednje promatrane, 2016. godine. U Hrvatskoj je ispod 1% te je u zadnjoj promatranoj godini na razini od 0,846%.

Na grafu 2. je grafički prikazan odnos između vrijednosti za Izrael i Hrvatsku u razdoblju od 2010. do 2016. godine.



Graf 2. Postotak ulaganja u Istraživanje i razvoj (R&D) u odnosu na BDP za Izrael i Hrvatsku, u razdoblju 2010. do 2016. godine

Izvor: Izradio autor prema prikupljenim podacima s UNESCO Institute for Statistics (2019): [Internet], raspoloživo na <https://data.worldbank.org/indicator/GB.XPD.RSDV.GD.ZS?locations=HR-IL>, [04.09.2019].

Tablica 6. prikazuje ocjenu dostupnosti rizičnog kapitala, odnosno kako sami poduzetnici ocjenjuju dostupnost rizičnog kapitala u vrijednostima od 1 - nemoguće do 7 - vrlo dostupno, po Svjetskom ekonomskom forumu (World Economic Forum, WEF). Dostupnost rizičnog kapitala jedna je od komponenti godišnjeg izvještaja kompetitivnosti ekonomija za 140 zemalja svijeta.

Tablica 6. Ocjena dostupnosti rizičnog kapitala u Izraelu i Hrvatskoj za razdoblje 2017. i 2018. godine.

GODINA	IZRAEL		HRVATSKA	
	RANG	VRIJEDNOST	RANG	VRIJEDNOST
2017.	2.	5,11	114.	2,26
2018.	2.	5,24	110.	2,39

Izvor: Izrada autora prema podacima Svjetskog ekonomskog foruma (2019): [Internet], raspoloživo na <https://knoema.com/WFGCI2018/the-global-competitiveness-report-2018?regionId=HR>, [04.09.2019].

U tablici 6. vidljivo je da je Izrael na vrlo visokom drugom mjestu u svijetu po dostupnosti rizičnog kapitala u 2017. i 2018. godini, sa izmjerenim vrijednostima od 5,11 i 5,24. Hrvatska je vrlo nisko, na 114. mjestu od 140. u 2017. godini te na 110. mjestu u 2018. godini, sa izmjerenim vrijednostima od 2,26 i 2,39.

U nastavku je tablica 7. koja pokazuje pozicije Hrvatske i Izraela na ukupnim rang listama indeksa atraktivnosti za 2010., 2011., 2013., 2016. i 2018. godinu. Ukupna pozicija se mjeri s šest varijabli koje će biti prikazane u posebnim tablicama, za 2010., 2013. i 2018. godinu. Te varijable su ekonomska aktivnost, dubina tržišta kapitala, oporezivanje, zaštita ulagača, socijalno okruženje te poduzetnička kultura i poslovne mogućnosti.

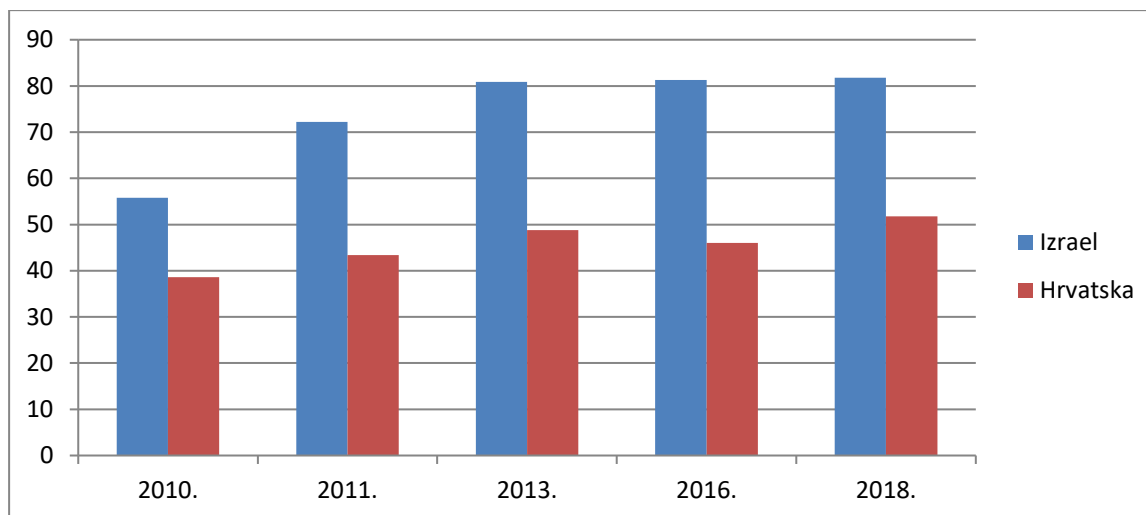
Tablica 7. Rang lista VCPE indeksa atraktivnosti (Izrael i Hrvatska za 2010., 2011., 2013., 2016., 2018.)

GODINA	IZRAEL		HRVATSKA	
	RANG	VRIJEDNOST	RANG	VRIJEDNOST
2010.	22.	55,8	45.	38,6
2011.	21.	72,2	52.	43,4
2013.	20.	80,9	65.	48,8
2016.	19.	81,3	80.	46,0
2018.	17.	81,8	68.	51,8

Izvor: Izradio autor prema: Groh, A., Lichenstein H. (2010.): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2009/2010 Annual, IESE Business School

<https://media.iese.edu/research/pdfs/ST-0288-E.pdf>, Groh A., Lichenstein H., Lieser K. (2013): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2013 Annual, IESE Business School, University of Navarra <https://www.slideshare.net/osvaldovan/the-venture-capital-and-private-equity-country-attractiveness-index-2013-annual-httpblogieseeduvcpindex>, Groh A., Lichenstein H., Lieser K., Biesinger M. (2018): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2018 Annual, IESE Business School, University of Navarra <https://blog.iese.edu/vcpeindex/>

U tablici 7. dana je rang lista sa pripadajućim vrijednostima po **VCPE** (eng. **Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness**) indeksu atraktivnosti. U 2010. godini Izrael se nalazi na 22. mjestu, u 2011. godini na 21. mjestu, u 2013. godini na 20. mjestu, u 2016. godini na 19. mjestu te u 2018. godini na 17. mjestu. Hrvatska se u 2010. godini nalazi na 45. mjestu, u 2011. godini na 52. mjestu, u 2013. godini na 65. mjestu, u 2016. godini na 46. mjestu te u 2018. godini na 68. mjestu. U grafu 3. prikazane su vrijednosti indeksa atraktivnosti u promatranim godinama.



Graf 3. Indeks atraktivnosti u Izraelu i Hrvatskoj u 2010., 2011., 2013., 2016. i 2018. godini.

Izvor: Izradio autor prema: Groh, A., Lichenstein H. (2010.): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2009/2010 Annual, IESE Business School; Groh A., Lichenstein H., Lieser K. (2013): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2013 Annual, IESE Business School, University of Navarra; Groh A., Lichenstein H., Lieser K., Biesinger M. (2018): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2018 Annual, IESE Business School, University of Navarra

Na grafu 3. vidljive su vrijednosti indeksa atraktivnosti za dvije zemlje te odnos između njih. Izrael i Hrvatska u promatranom razdoblju imaju rast ukupne ocjene, s iznimkom Hrvatske u 2016. godini.

Iako navedene vrijednosti rastu, s iznimkom Hrvatske u 2016. godini, Izrael je napredovao na ukupnoj poziciji indeksa atraktivnosti u promatranim godinama s početnog 22. mjesta u 2010. godina na 17. mjesto u posljednjoj promatranoj, 2018 godini. U 2011. godini bio je na 21. mjestu, u 2013. godini na 20. mjestu te 2016. godine na 19. mjestu u svijetu. Hrvatska je, s druge strane, nazadovala s početnog 45. mjesta u 2010. godini na 68. mjesto u posljednjoj promatranoj, 2018. godini. U 2011. godini bila je na 52. mjestu, u 2013. godini na 65. mjestu te u 2016. godini na 80. mjestu u svijetu.

U nastavku su promatrane varijable koje se koriste za izračun VCPE indeksa i to za Izrael i Hrvatsku u 2010., 2013. i 2018. godini.

Tablica 8. Rang lista za varijablu ekonomska aktivnost za Izrael i Hrvatsku u 2010., 2013. i 2018. godini

GODINA	IZRAEL	HRVATSKA
2010.	24	46
2013.	31	94
2018.	29	88

Izvor: Izradio autor prema: Groh, A., Lichenstein H. (2010.): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2009/2010 Annual, IESE Business School; Groh A., Lichenstein H., Lieser K. (2013): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2013 Annual, IESE Business School, University of Navarra; Groh A., Lichenstein H., Lieser K., Biesinger M. (2018): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2018 Annual, IESE Business School, University of Navarra

Varijabla ekonomska aktivnost sastoji se od veličine ekonomije (BDP), očekivanog rasta ekonomije (rast BDP-a) i nezaposlenosti.

Na rang listi ekonomske aktivnosti u promatranim godinama Izrael je sa 24. mjesta u 2010. godini pao na 29. mjesto u 2018. godini. Hrvatska je zabilježila značajan pad sa 46. mjesta u 2010. godini na 94. mjesto u 2013. godini, da bi po posljednjem mjeranju bila na 88. mjestu (tablica 8).

Tablica 9. Rang lista za varijablu dubina tržišta kapitala za Izrael i Hrvatsku u 2010., 2013. i 2018. godini

GODINA	IZRAEL	HRVATSKA
2010.	26	49
2013.	28	66
2018.	24	60

Izvor: Izradio autor prema: Groh, A., Lichenstein H. (2010.): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2009/2010 Annual, IESE Business School; Groh A., Lichenstein H., Lieser K. (2013): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2013 Annual, IESE Business School, University of Navarra; Groh A., Lichenstein H., Lieser K., Biesinger M. (2018): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2018 Annual, IESE Business School, University of Navarra

Varijabla dubina tržišta kapitala sastoji se od veličine i likvidnosti tržišta kapitala, ukupne razine trgovanja, ukupne IPO aktivnosti, tržišta spajanja i akvizicija, tržišta dugovanja i kredita, bankovnih zajmova i osjetljivosti financijskog tržišta.

Na rang listi za dubinu tržišta kapitala Izrael je zabilježio mali napredak, sa 26. na 24. mjesto, dok je Hrvatska zabilježila pad sa 49. na 60. mjesto (tablica 9).

Tablica 10. Rang lista za varijablu oporezivanje za Izrael i Hrvatsku u 2010., 2013. i 2018. godini

GODINA	IZRAEL	HRVATSKA
2010.	43	15
2013.	44	21
2018.	71	81

Izvor: Izradio autor prema: Groh, A., Lichenstein H. (2010.): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2009/2010 Annual, IESE Business School; Groh A., Lichenstein H., Lieser K. (2013): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2013 Annual, IESE Business School, University of Navarra; Groh A., Lichenstein H., Lieser K., Biesinger M. (2018): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2018 Annual, IESE Business School, University of Navarra

Varijabla oporezivanja se mjeri analizom poreznih nameta i administrativnih zapreka.

Rang lista za oporezivanje je jedina u kojoj je Hrvatska značajno bila ispred Izraela u promatranim godinama, dok je u 2018. godini i tu ispred Hrvatske. Obje države su zabilježile pad, Izrael s 43. mjesta u 2010. godini na 71. mjesto u 2018. godini, a Hrvatska s 15. mjesta u 2010. godini na 81. mjesto u 2018. godini (tablica 10).

Tablica 11. Rang lista za varijablu zaštita ulagača za Izrael i Hrvatsku u 2010., 2013. i 2018. godini

GODINA	IZRAEL	HRVATSKA
2010.	21	48
2013.	21	80
2018.	17	77

Izvor: Izradio autor prema: Groh, A., Lichenstein H. (2010.): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2009/2010 Annual, IESE Business School; Groh A., Lichenstein H., Lieser K. (2013): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2013 Annual, IESE Business School, University of Navarra; Groh A., Lichenstein H., Lieser K., Biesinger M. (2018): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2018 Annual, IESE Business School, University of Navarra

Varijabla zaštite ulagača sastoji se od kvalitete korporativnog upravljanja, sigurnosti intelektualnih prava te kvalitete provedbe zakona.

Na rang listi za zaštitu potrošača Izrael je zabilježio napredak s 21. mjesta u 2010. godini na 17. mjesto u 2018. godini, a Hrvatska pad s 48. mjesta u 2010. godini na 77. mjesto u 2018. godini (tablica 11).

Tablica 12. Rang lista za varijablu socijalno okruženje za Izrael i Hrvatsku u 2010., 2013. i 2018. godini

GODINA	IZRAEL	HRVATSKA
2010.	24	43
2013.	18	73
2018.	13	90

Izvor: Izradio autor prema: Groh, A., Lichenstein H. (2010.): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2009/2010 Annual, IESE Business School; Groh A., Lichenstein H., Lieser K. (2013): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2013 Annual, IESE Business School, University of Navarra; Groh A., Lichenstein H., Lieser K., Biesinger M. (2018): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2018 Annual, IESE Business School, University of Navarra

Varijabla socijalnog okruženja sastoji se od edukacije i ljudskog kapitala, prava radnika te razine korupcije.

Na rang listi za varijablu socijalno okruženje Izrael je zabilježio napredak sa 24. mjesta u 2010. godini, preko 18. mjesta u 2013. godini na 13. mjesto u 2018. godini. Hrvatska je iza Izraela, na 90. poziciji u 2018. godini gdje je također zabilježila veliki pad u odnosu na 2010. godinu (tablica 12).

Tablica 13. Rang lista za varijablu poduzetnička kultura i poslovne mogućnosti za Izrael i Hrvatsku u 2010., 2013. i 2018. godini

GODINA	IZRAEL	HRVATSKA
2010.	21	31
2013.	19	49
2018.	18	64

Izvor: Izradio autor prema: Groh, A., Lichenstein H. (2010.): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2009/2010 Annual, IESE Business School; Groh A., Lichenstein H., Lieser K. (2013): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2013 Annual, IESE Business School, University of Navarra; Groh A., Lichenstein H., Lieser K., Biesinger M. (2018): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2018 Annual, IESE Business School, University of Navarra

Varijabla poduzetnička kultura i poslovne mogućnosti mjeri se inovacijama, člancima u znanstvenim i tehničkim časopisima, jednostavnosti pokretanja poslovanja, jednostavnosti zatvaranja poslovanja te korporativnim istraživanjem i razvojem.

Na rang listi za posljednju varijablu poduzetnička kultura i poslovne mogućnosti Izrael je zabilježio napredak na 18. mjesto, a Hrvatska pad na 65. mjesto u promatranim godinama (tablica 13).

5. ZAKLJUČAK

U odnosu na tradicionalne načine financiranja stječe se dojam da je rizični kapital relativno novi način financiranja pojedinaca poduzetnika i novih tvrtki. Međutim, rizični kapital se u ekonomski razvijenim državama koristi za financiranje već dugi niz desetljeća, posebno na području Sjedinjenih Američkih Država gdje je najzastupljeniji. Hrvatska je među državama gdje je još uvijek financiranje rizičnim kapitalom u svojim počecima, iako je prisutno od devedesetih godina 20. stoljeća i samog početka hrvatske samostalnosti. Izrael, s druge strane, spada među najrazvijenija društva svijeta po korištenju rizičnog kapitala. Yozma državni program, kojim je sve započelo, također započinje u devedesetim godinama.

Analizom podataka može se zaključiti da se u ovom trenutku Hrvatska ne može mjeriti s Izraelom po pitanju financiranja rizičnim kapitalom. Za mnoge europske države Izrael je nedostižan po pitanju samih brojeva, kao i za Hrvatsku. Izraelski primjer može biti dobar pokazatelj kako uspjeh nije rezerviran samo za velike i razvijene, već se sa dobrim državnim programima, odnosno dobrom državnim potporom, planiranjem i sufinanciranjem može doći do boljih rezultata. Jedan od najvažnijih faktora je ulaganje u istraživanje i razvoj, ulaganje u obrazovanje.

Najveće područje financiranja rizičnim kapitalom u Izraelu su telekomunikacije, softverska rješenja, biotehnologija i internetske tvrtke. Fokus na ta područja je doveo do toga da se tvrtke financirane rizičnim kapitalom prodaju za iznose od više stotina milijuna ili preko milijardu dolara. Hrvatska prati trendove, po financiraju poslovnih anđela vidljivo je da se pojavljuje sve više mladih start-upova iz navedenih područja ali su to još uvijek male brojke u odnosu na one izraelske.

Po pokazateljima VCPE indeksa Hrvatska znatno lošije stoji u područjima ekonomske aktivnosti, dubine tržišnog kapitala, zaštite ulagača, socijalnog okruženja i poduzetničke kulture i poslovnih mogućnosti. U jedinom području u prošlosti boljem od Izraela, oporezivanju, u posljednjoj godini zabilježen je značajan pad. Zakonskim izmjenama, otvaranjem tržišta rizičnog kapitala mirovinskim fondovima i osiguravajućim društvima te korištenjem sredstava Europske Unije pokušavat će se unaprijediti tržište rizičnog kapitala u budućnosti.

LITERATURA

1. Baygan G (2003): "Venture Capital Policies in Israel", OECD Science, Technology and Industry Working Papers, 2003/03, OECD Publishing, Paris, [Internet], raspoloživo na: <https://pdfs.semanticscholar.org/910c/f359a13a6cfec229b7321857ffe4ac49afd4.pdf> [04.09.2019.].
2. BVCA (2010): A Guide to private equity, [Internet], raspoloživo na: https://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/Files/Website%20files/2012_0001_guide_to_private_equity.pdf [04.09.2019.]
3. Clearview Partners (2018): History of Venture Capital in Israel, [Internet], raspoloživo na: <https://www.clearviewp.com/history-of-venture-capital-in-israel/> [04.09.2019.]
4. Centar za politiku razvoja malih i srednjih poduzeća i poduzetništva (2014): Izvješće o malim i srednjim poduzećima u Hrvatskoj – 2013. Zagreb: CEPOR, str. 48
5. CRANE (2019): Investicije, [Internet], raspoloživo na: <http://crane.hr/investicije/>, [04.09.2019.]
6. CRANE (2019): O nama, [Internet], raspoloživo na: <http://crane.hr/o-nama/>, [04.09.2019.]
7. CRANE (2019): Pitanja i odgovori, [Internet], raspoloživo na: <http://crane.hr/pitanja-i-odgovori/>, [04.09.2019.]
8. CVCA (2019): Rječnik ključnih riječi, [Internet], raspoloživo na: <http://www.cvca.hr/zasto-pe-i-venture-capital/rjecnik-termina/>, [04.09.2019.]
9. CVCA (2005): Statut CVCA, [Internet], raspoloživo na: http://www.cvca.hr/tolteam/upload/FCKupload/file/orgdoc/STATUT__CVCAhrvatska_verzija.pdf, [04.09.2019.]
10. Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Audić Vuletić, S. (2017): Novo pravno uređenje Private Equity i Venture Capital fondova i otvorena pitanja, [Internet], raspoloživo na: <https://repository.pravri.uniri.hr/islandora/object/pravri:301>, [04.09.2019.]
11. Enciklopedija.hr (2019): Europska banka za obnovu i razvoj, [Internet], raspoloživo na: <http://www.enciklopedija.hr/natuknica.aspx?id=18651>, [04.09.2019.]
12. Gadus V. (2012): GOVERNMENT VENTURE FUNDS, Universiteit Van Tilburg, Tilburg [Internet], raspoloživo na: <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=128478>, [04.09.2019.]

13. Gompers P.A. (1994): The Rise and Fall of Venture Capital, University of Chicago, [Internet], raspoloživo na: <http://thebhc.org/sites/default/files/beh/BEHprint/v023n2/p0001-p0026.pdf>, [04.09.2019.]
14. Groh A., Lichenstein H., Lieser K., Biesinger M. (2018): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2018 Annual, IESE Business School, University of Navarra
15. HANFA (2019), Alternativni investicijski fondovi [Internet], raspoloživo na: <https://www.hanfa.hr/investicijski-fondovi/registri/alternativni-investicijski-fondovi/?page=1>, [15.08.2019.]
16. HBOR (2019): Fondovi za gospodarsku suradnju, [Internet], raspoloživo na: <https://www.hbor.hr/naslovnica/hbor/fondovi-rizicnog-kapitala/>, [04.09.2019.]
17. HBOR (2019): Godišnji financijski izvještaji za 2018. godinu, [Internet], raspoloživo na: https://www.hbor.hr/wp-content/uploads/2019/07/HBOR_Godi%C5%A1nje-izvje%C5%A1%C4%87e-2018-web.pdf, [04.09.2019.]
18. Invest Europe (2019): About Private Equity, [Internet], raspoloživo na: <https://www.investeurope.eu/about-private-equity/private-equity-explained/>, [04.09.2019.]
19. Invest Europe (2007): Guide on Private Equity and Venture Capital, [Internet], raspoloživo na: <https://www.investeurope.eu/media/78722/guide-on-private-equity-and-venture-capital-2007.pdf>, [04.09.2019.]
20. Investopedia (2019): Dotcom bubble, [Internet], raspoloživo na: <https://www.investopedia.com/terms/d/dotcom-bubble.asp>, [04.09.2019.]
21. IVC online (2019), [Internet], raspoloživo na: <https://www.ivc-online.com/Portals/0/RC/POSTS/IVC%20Israeli%20Entrepreneurial%20VC%20Ecosystem%20presentation.pdf?timestamp=1560419084211>, [04.09.2019.]
22. IVC research center (2012), [Internet], raspoloživo na: [https://embassies.gov.il/nicosia/NewsAndEvents/Documents/Doing%20Business%20with%20Israel%20\(Erich\).pdf](https://embassies.gov.il/nicosia/NewsAndEvents/Documents/Doing%20Business%20with%20Israel%20(Erich).pdf), [04.09.2019.]
23. Lider Media (2015): Sve zemlje koje su uspješno razvile venture capital industriju učinile su to uz poticanje države, [Internet], raspoloživo na: <https://lider.media/aktualno/biznis-i-politika/sve-zemlje-koje-su-uspjesno-razvile-venture-capital-industriju-ucinile-su-to-uz-poticanje-drzave/>, [04.09.2019.]

24. Medium (2018): A Super Fast Overview and History of Tech VC, [Internet], raspoloživo na <https://medium.com/@neildevani/a-super-fast-overview-and-history-of-tech-vc-9dd159e712fb>, [04.09.2019.]
25. Pelajić, Z. (2012): Financiranje malih i srednjih poduzeća u Republici Hrvatskoj fondovima rizičnog kapitala, Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet, Zagreb, [Internet], raspoloživo na: <https://documents.tips/download/link/magistarskiradzrinski-pelajic>, [04.09.2019.]
26. Prosperus Invest (2018): Fondovi za gospodarsku suradnju, [Internet], raspoloživo na: <http://www.prosperus-invest.hr/content/fondovi-za-gospodarsku-suradnju>, [04.09.2019.]
27. Salon (2016): A Brief History of the World (of Venture Capital), [Internet], raspoloživo na: <https://salon.thefamily.co/a-brief-history-of-the-world-of-venture-capital-65a8610e7dc2>, [04.09.2019.]
28. Sveučilište u Zadru (2016), Metode znanstvenih istraživanja, [Internet], raspoloživo na: http://www.unizd.hr/portals/4/nastavni_mat/1_godina/metodologija/metode_znanstvenih_istrazivanja.pdf, [04.09.2019.]
29. Svjetski ekonomski forum (2019), [Internet], raspoloživo na: <https://knoema.com/WFGCI2018/the-global-competitiveness-report-2018?regionId=HR>, [04.09.2019]
30. Šimić, Šarić M. (2015.): Alternativni izvori financiranja, nastavni materijali, Sveučilište u Splitu, Split
31. Švaljek, S. (2007): Ulaganje u privatni vlasnički i rizični kapital u Hrvatskoj: porezno i pravno okruženje, [Internet]. raspoloživo na: <https://hrcak.srce.hr/20366>, [04.09.2019.].
32. Techcrunch (2019): The changing nature of venture capital, [Internet], raspoloživo na: <https://techcrunch.com/2019/06/25/1828292/>, [05.09.2019]
33. UNESCO Institute for Statistics (2019), [Internet], raspoloživo na: <https://data.worldbank.org/indicator/GB.XPD.RSDV.GD.ZS?locations=HR-IL>, [04.09.2019]
34. Venero Capital Advisors (2018): Understanding the difference between Growth Equity and Venture Capital, [Internet], raspoloživo na: <https://pulse.venerocapital.com/understanding-the-difference-between-growth-equity-and-venture-capital-a4a6adc22902> [04.09.2019.]
35. Zicer (2018): Rizični kapital, [Internet], raspoloživo na: <https://www.zicer.hr/Poduzetnicki-pojmovnik/Rizicni-kapital>, [04.09.2019.]

36. Wikipedia (2019): Dot-com bubble, [Internet], raspoloživo na: https://en.wikipedia.org/wiki/Dot-com_bubble, [04.09.2019.]
37. Wikipedia (2019): History of private equity and venture capital, [Internet], raspoloživo na: https://en.wikipedia.org/wiki/History_of_private_equity_and_venture_capital, [04.09.2019.]
38. Wikipedia (2019): Venture Capital in Israel, [Internet], raspoloživo na: https://en.wikipedia.org/wiki/Venture_capital_in_Israel, [04.09.2019.]
39. Wikipedia (2019): USAID, [Internet], raspoloživo na: <https://hr.wikipedia.org/wiki/USAID>, [04.09.2019.]
40. World Bank national accounts data and OECD National Accounts data files (2019): [Internet], raspoloživo na: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=IL>, [04.09.2019]

POPIS TABLICA, SLIKA, GRAFOVA

POPIS TABLICA:

Tablica 1. Private equity investicijski proces.....	12
Tablica 2. Popis fondova rizičnog kapitala s društvima odgovornima za upravljanje.....	19
Tablica 3. Lista najvećih spajanja i stjecanja nad izraelskim tvrtkama financiranih rizičnim kapitalom.....	27
Tablica 4. Private equity ulaganja u Izrael i Hrvatsku u milijunima eura u 2012., 2013., 2014., 2015. i 2016. godini.....	28
Tablica 5. Ulaganje u Istraživanje i razvoj (Research and Development) u Izraelu i Hrvatskoj, u odnosu na BDP u razdoblju od 2010. do 2016. godine.....	30
Tablica 6. Ocjena dostupnosti rizičnog kapitala u Izraelu i Hrvatskoj za razdoblje 2017. i 2018. godine.....	31
Tablica 7. Rang lista VCPE indeksa atraktivnosti (Izrael i Hrvatska za 2010., 2011., 2013., 2016., 2018.).....	32
Tablica 8. Rang lista za varijablu ekonomska aktivnost za Izrael i Hrvatsku u 2010., 2013. i 2018. godini.....	34
Tablica 9. Rang lista za varijablu dubina tržišta kapitala za Izrael i Hrvatsku u 2010., 2013. i 2018. godini.....	34
Tablica 10. Rang lista za varijablu oporezivanje za Izrael i Hrvatsku u 2010., 2013. i 2018. godini.....	35
Tablica 11. Rang lista za varijablu zaštita ulagača za Izrael i Hrvatsku u 2010., 2013. i 2018. godini.....	35
Tablica 12. Rang lista za varijablu socijalno okruženje za Izrael i Hrvatsku u 2010., 2013. i 2018. godini.....	36
Tablica 13. Rang lista za varijablu poduzetnička kultura i poslovne mogućnosti za Izrael i Hrvatsku u 2010., 2013. i 2018. godini.....	37

POPIS SLIKA:

Slika 1. Financiranje razvoja poduzeća.....	11
Slika 2. Rastući kapital u životnoj fazi poduzeća.....	12
Slika 3. Broj diplomiranih inženjera na 10.000 zaposlenika.....	22
Slika 4. Investicije rizičnog kapitala u Izraelu u razdoblju 2002. – 2012. godine, u milijardama američkih dolara.....	24
Slika 5. Struktura investicija rizičnog kapitala u Izrael u razdoblju 2002. – 2012. godine.....	25
Slika 6. Broj osnovanih i zatvorenih start-up tvrtki u Izraelu u razdoblju od 2009. do 2018. godine.....	26

POPIS GRAFOVA:

Graf 1. Private equity ulaganja u Izraelu i Hrvatskoj u postotku BDP-a u 2012., 2013., 2014., 2015., 2016. godini.....	29
Graf 2. Postotak ulaganja u Istraživanje i razvoj (R&D) u odnosu na BDP za Izrael i Hrvatsku, u razdoblju od 2010. do 2016. godine.....	31
Graf 3. Indeks atraktivnosti u Izraelu i Hrvatskoj u 2010., 2011., 2013., 2016. i 2018. godini.....	33

SAŽETAK

Predmet istraživanja ovog rada je upoznati se s pojmom rizičnog kapitala i njegovim povijesnim razvojem u svijetu, posebno u Sjedinjenim Američkim Državama. Također, prikazati razvoj ulaganja u Hrvatskoj i Izraelu od početaka do danas. Cilj je bio upoznati se s povijesnim razvojem rizičnog kapitala u dvije države, dati sliku o opsegu ulaganja, usporediti iznose i ostale bitne parametre za privlačenje novih ulaganja.

Izrael je jedna od najuspješnijih zemalja u svijetu po privlačenjima ulaganja, dok je Hrvatska na samom početku razvoja ulaganja i korištenja sredstava rizičnog kapitala. U radu su se usporedili brojevi koji pokazuju velike razlike između dvije države te parametri koji utječu na indeks atraktivnosti budućih ulaganja.

Ključne riječi: rizični kapital, Croatia, Israel

SUMMARY

The subject of this study is private equity and venture capital and its historic development in the countries of the world, with the focus on United States of America. Afterwards, the objective is to show the development of private equity and venture capital in Croatia and Israel from its beginnings until the present day. The aim was to get acquainted with the historical development of venture capital in two countries, to give an idea of the volume of investments, to compare the selected data values and other important parameters for attracting new PE and VC investments.

Israel is one of the most successful countries in the world in attracting venture capital investment, while Croatia is at the very beginning of the development of foreign investment and use of venture capital funds. The study compared selected data values showing large differences between the two countries and parameters affecting the attractiveness index for the future investments.

Key words: Private Equity, Venture Capital, Croatia, Israel